

原油行业分析框架

行业研究 · 行业专题

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

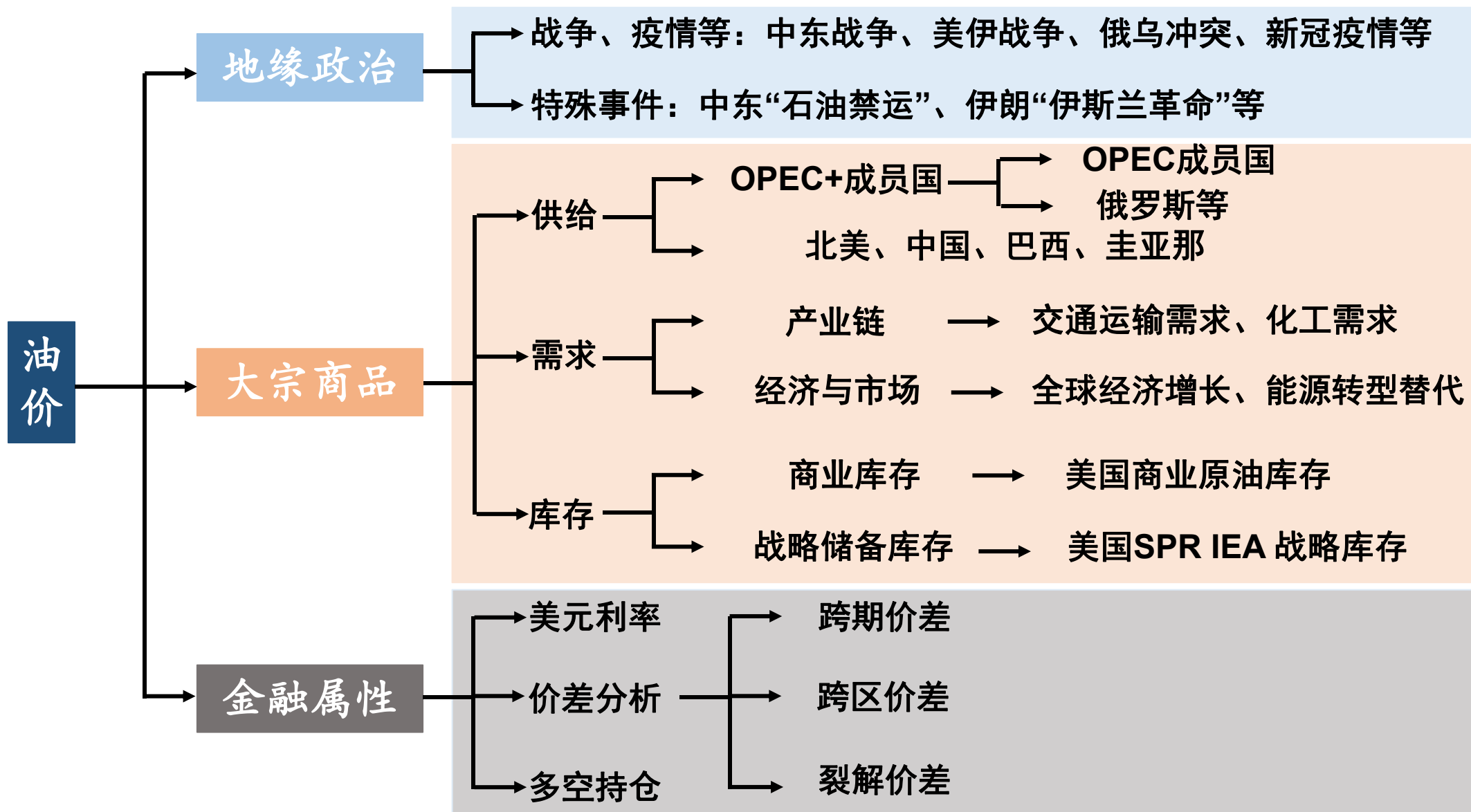
- ◆ **原油兼具大宗商品、地缘政治和金融三大属性，价格形成机制较为复杂。**原油作为大宗商品，价格受供需、库存影响较大。地缘政治方面的战争及特殊事件会对原油价格造成冲击。而原油多以美元进行支付，美元利率同样会影响原油价格。原油作为应用最广泛的大宗商品之一，任何“黑天鹅”事件都将对油价造成剧烈冲击，但中长期视角看，原油价格中枢受供需基本面影响最大。2023年以来，原油供需基本面趋于宽松，油价中枢不断下行。
 - ◆ **供给方面，中东地区储备占比接近60%，沙特阿拉伯、美国和俄罗斯是世界原油市场重要供应方。**原油资源可根据地理位置、油质、开采难度等因素分为常规和非常规两大类。中东地区坐拥丰富的常规石油资源，而美国则以非常规石油中的页岩油为主。OPEC是对国际原油价格影响最大的组织之一，其通过联合控制产量，进而调控油价。美国通过“页岩油革命”成为全球第一大石油生产国，由于其资源劣质化较快，新油井的盈亏平衡成本不断走高，美国石油产量将下降。
 - ◆ **需求方面，石油需求与全球经济增长高度相关，经济结构也对石油需求量有较大影响。**宏观层面上，石油需求中长期与全球经济增长高度相关；结构上，需求存量国以美、欧为主，增量国以中、印为主。美国石油消费量仍稳居首位，中国原油消费占比从2019年起已超越欧洲。2024年美国、中国、欧洲需求占比分别为19.7%、15.9%、13.8%。原油的直接需求来源于炼油厂，终端需求为成品油、化工品消费。汽油、柴油、航空煤油等燃料型产品约占总消费量的65%，化工品消费约占总消费量的25%，预期在新能源汽车的冲击下，用于化工品的比例将会提高。
 - ◆ **霍尔木兹海峡为全球能源运输咽喉，持续断航导致海湾国家被动减产。**霍尔木兹海峡是世界上最重要的石油运输要道之一。2025年期间，平均每天有2000万桶原油和石油产品通过该海峡运输。全球约有25%的海运石油贸易途经此处。替代霍尔木兹海峡的管道运输方案最高运输能力不足700万桶/日，LNG更无替代运输方案。随着海湾国家原油存储能力接近上限，油田被迫减产。若霍尔木兹海峡封锁持续，油田减产规模及复产难度预计都将快速扩大。
- 风险提示：**原油价格大幅波动的风险；原油需求不及预期的风险；政策变动风险。
- ◆ **投资建议：**在美以伊冲突局势还不明朗的当下，我们预计国际原油价格仍将保持高位震荡。随着霍尔木兹海峡封锁时间的加长，中期维度原油价格中枢将不断提高。我们推荐【**中国石油**】公司是中国油气行业占主导地位的油气生产商和销售商，是中国销售收入最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一；【**中国海油**】公司是全球领先的海上油气开采公司，公司始终坚持增储上产，近年来均维持千亿量级资本支出，使得公司净证实储量、储量替代率与净产量均维持较高水平；【**中海油服**】公司是全球较具规模的综合型油田服务供应商，服务贯穿海上石油及天然气勘探、生产和开发的各个阶段，随着原油中枢价格提升，油气勘探开发资本支出有望提升，利好头部油服公司；【**海油发展**】公司以海洋石油生产技术服务为核心，公司工作量/收入与中国海油油气产量正相关。中国未来海上油气成为我国油气的主要增量，同时随着海上油气田开发进入中后期，稳产增产工作量加大，公司能源技术服务业务收入增速高于海油产量增速。

- [1] 地缘及金融对原油价格影响
- [2] 原油供给情况
- [3] 原油需求情况
- [4] 霍尔木兹海峡封锁影响
- [5] 相关公司
-  风险提示

1

地缘及金融对原油价格影响

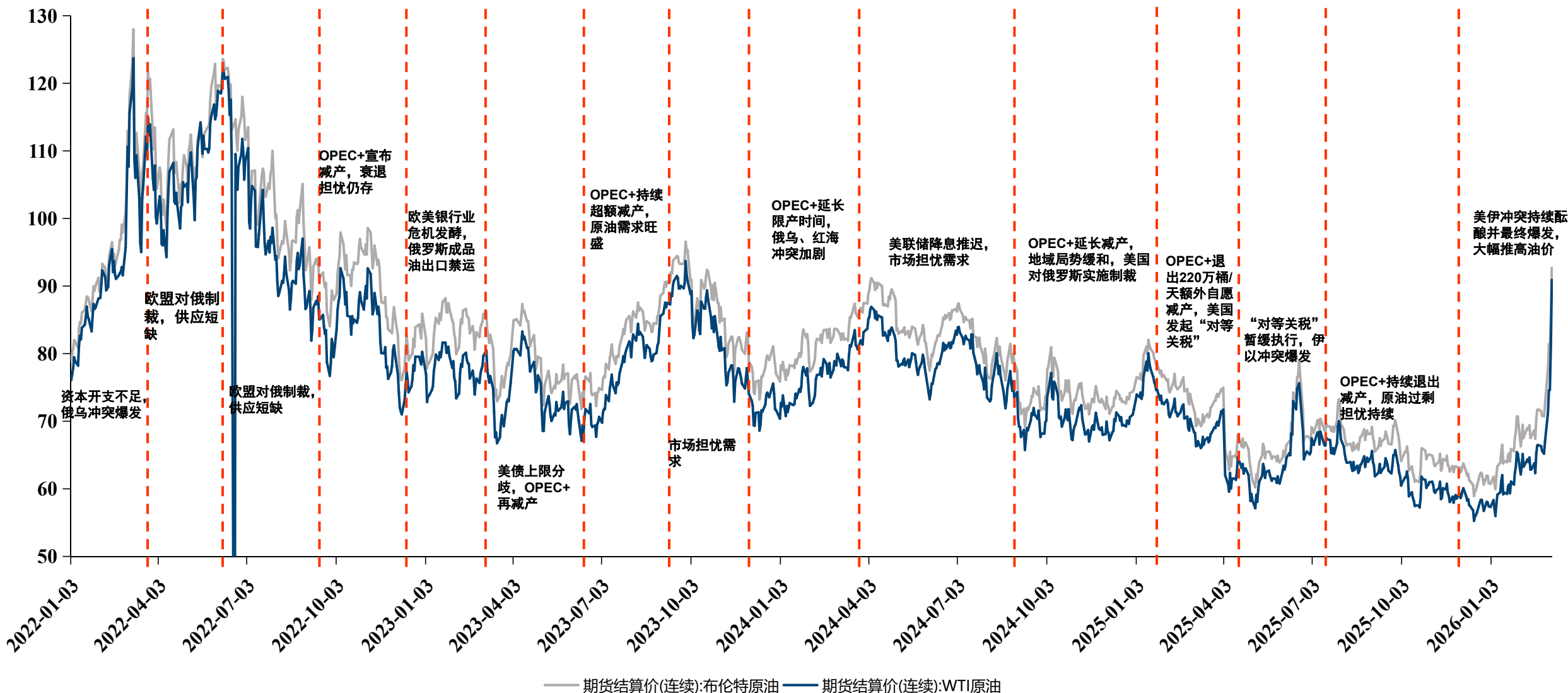
[返回目录](#)



原油市场常受“黑天鹅”事件影响，导致油价剧烈波动，通常时间短，波动大



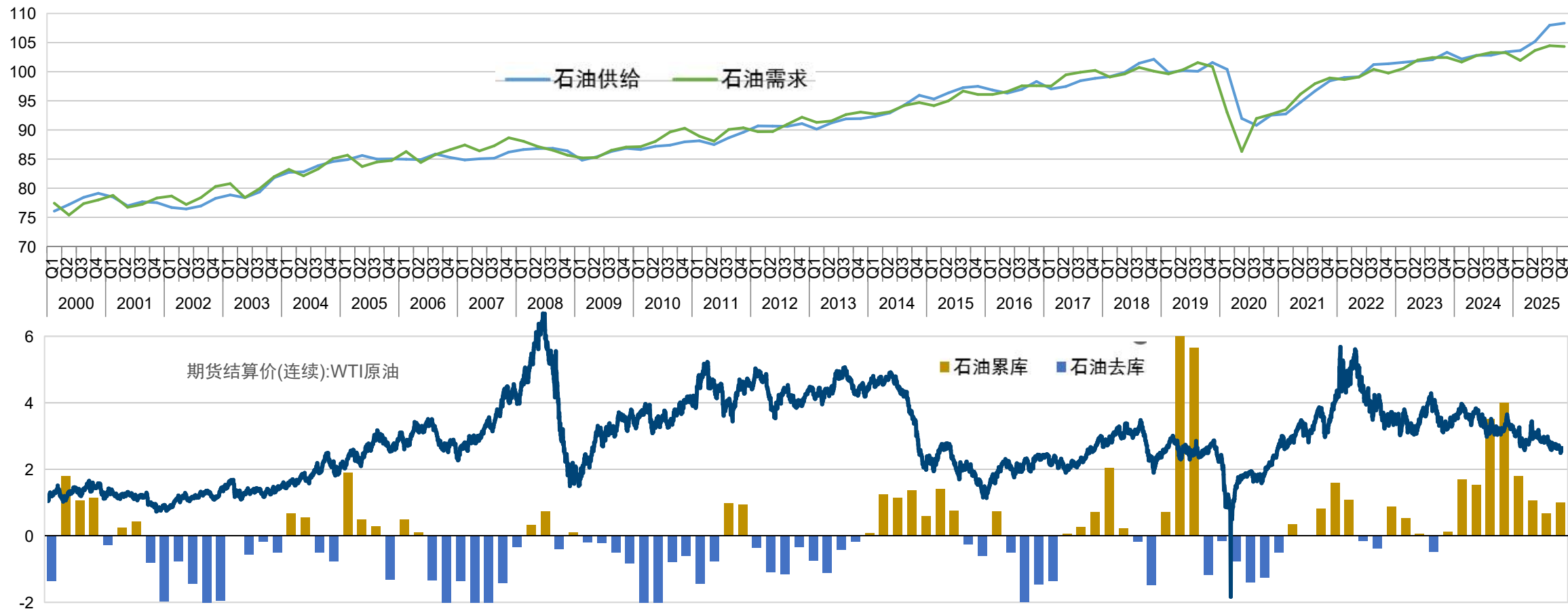
宏观政策与地缘冲突反复，中东紧张局势使油价迅速抬升



短期地缘政治主导油价，中长期原油供需基本面较为宽松

回顾过去20余年的原油市场，国际油价走势经历了5个大阶段：2000年起的持续走高、2008-2014年的“V型”反转、2015-2020年的中位震荡、2021-2022年的低位反弹以及2023年至今的震荡下跌。

根据EIA对全球原油供需数据，2025年四季度国际原油持续累库，原油供需基本面持续宽松。但近期中东局势升级快速拉升了油价。



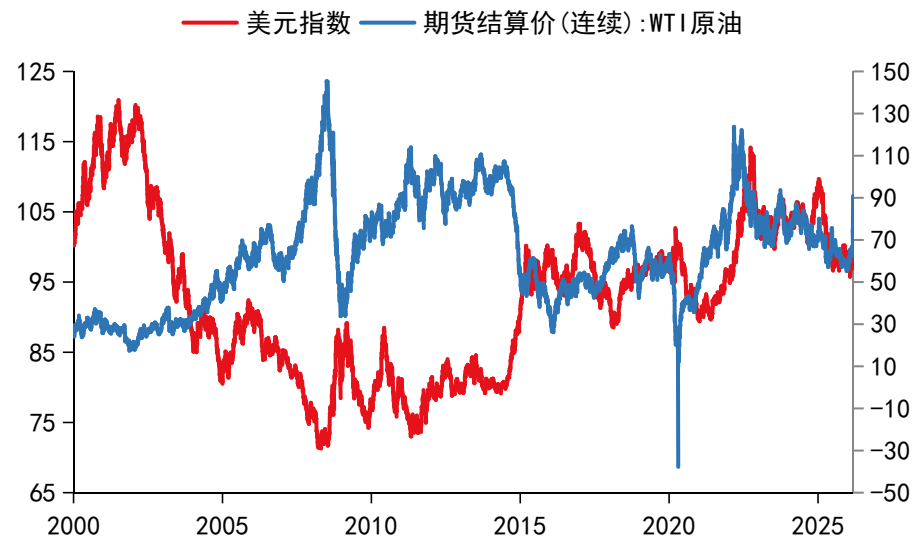
原油具备金融商品属性，与美元、利率水平整体负相关

在与美元的相关性上，由于原油以美元计价，二者通常表现为负相关，近期美元指数不断下降，使得油价短期受益。PMI与油价走势之间存在显著相关性，PMI数值越高，经济活力越强，原油需求随之增加，对油价构成利好支撑。此外，油价通过通胀因素影响美国经济及美元指数，这也是特朗普政府倾向于增产压价的原因之一。油价与美元指数均受到地缘政治风险、大类资产配置选择等多方面的影响。

美联储利率水平影响美国原油供需，较高的利率水平，推高美国页岩油投融资成本，提升美国页岩油成本，同时高利率水平抑制经济活动，相应减少成品油需求。

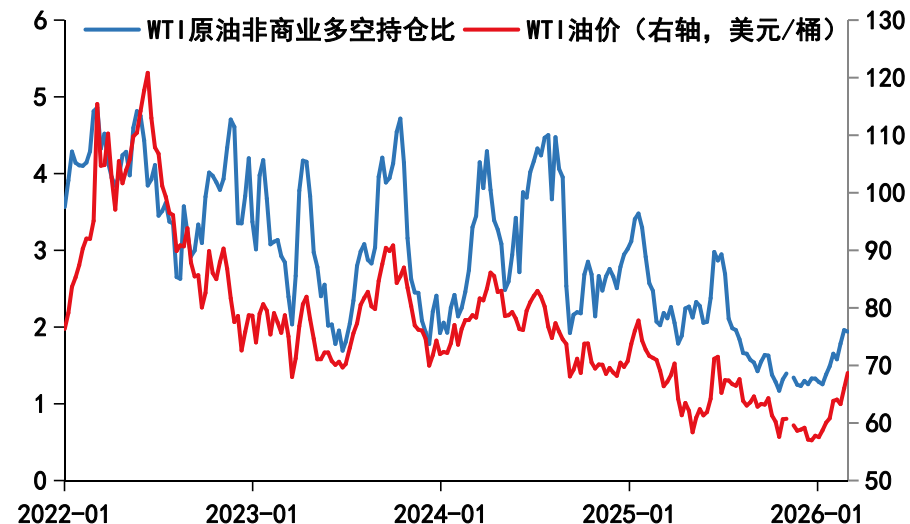
原油非商业多空持仓比反映市场投机资金的预期，与油价走势高度相关，近期WTI原油非商业多空持仓比迎来低位反弹。

图：美元指数与原油价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：期货多空持仓与原油价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2

原油供给情况

[返回目录](#)

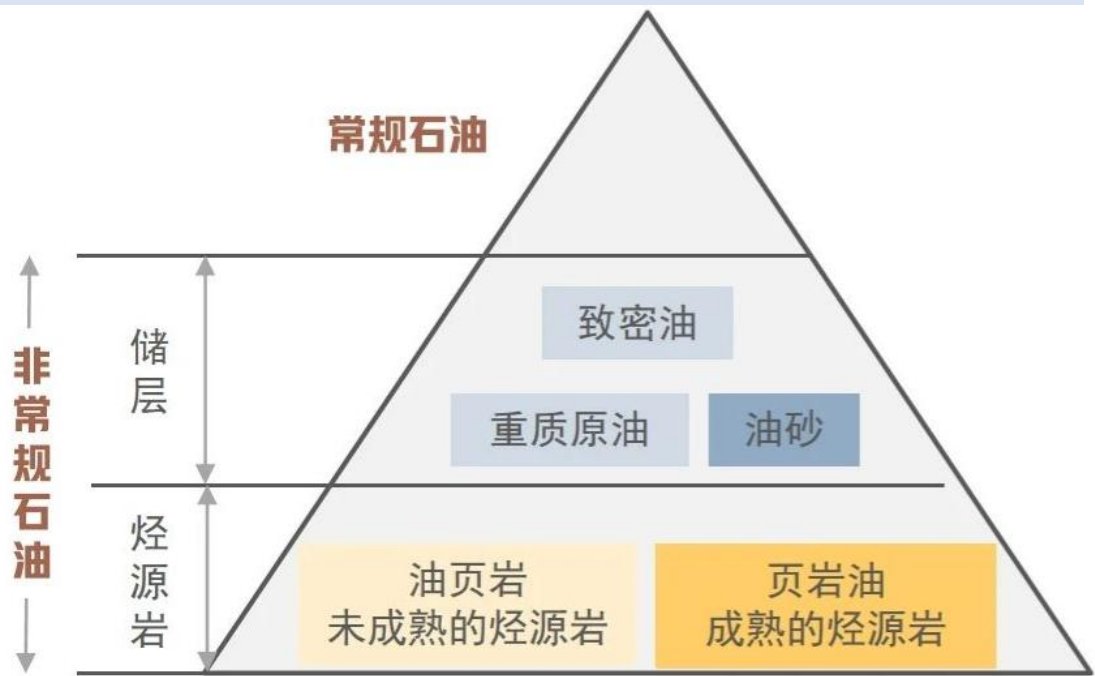
全球原油储量分布不均，中东地区储备占比接近60%

原油资源可根据地理位置、油质、开采难度等方面的不同，分为常规和非常规两大类。中东地区坐拥丰富的常规石油资源，而美国则以非常规石油中的页岩油为主，资源本身特性的差异决定了其开发节奏和产量控制的逻辑有别。

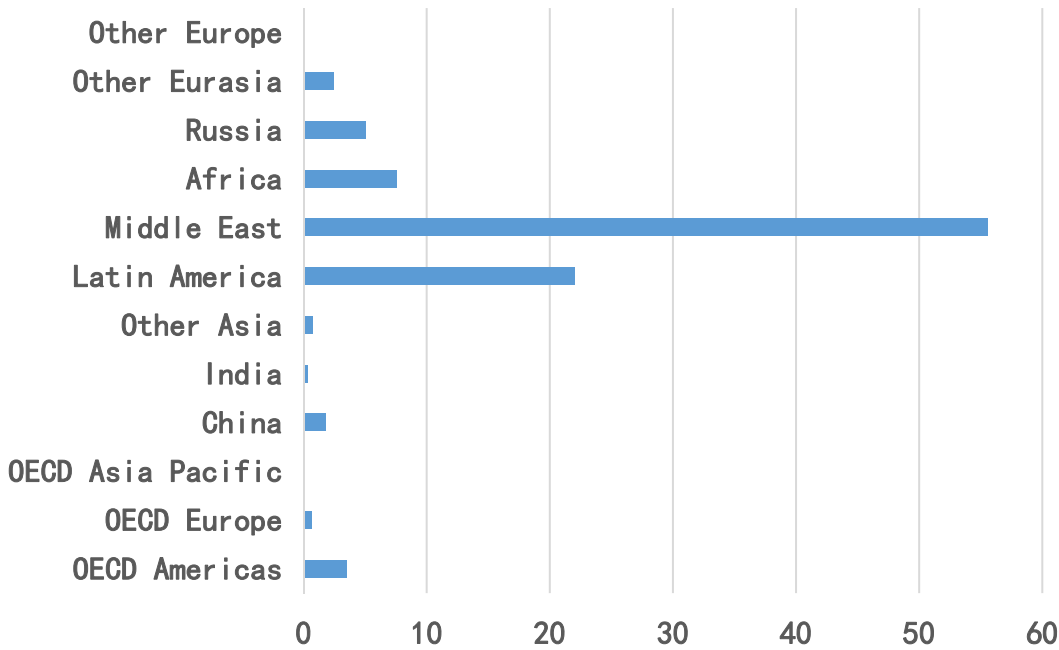
根据OPEC数据，截至2024年底，全球原油储量为1.57万亿桶，其中OPEC国家原油储量占比79.2%。

按地区划分，55%储量在中东地区，22%储量在拉丁美洲。按国家划分，委内瑞拉、沙特、伊朗储量分别占比19.4%、17.1%、13.3%，中国储量只占1.8%。

图：原油资源分类



图：原油储量分布（%）



资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

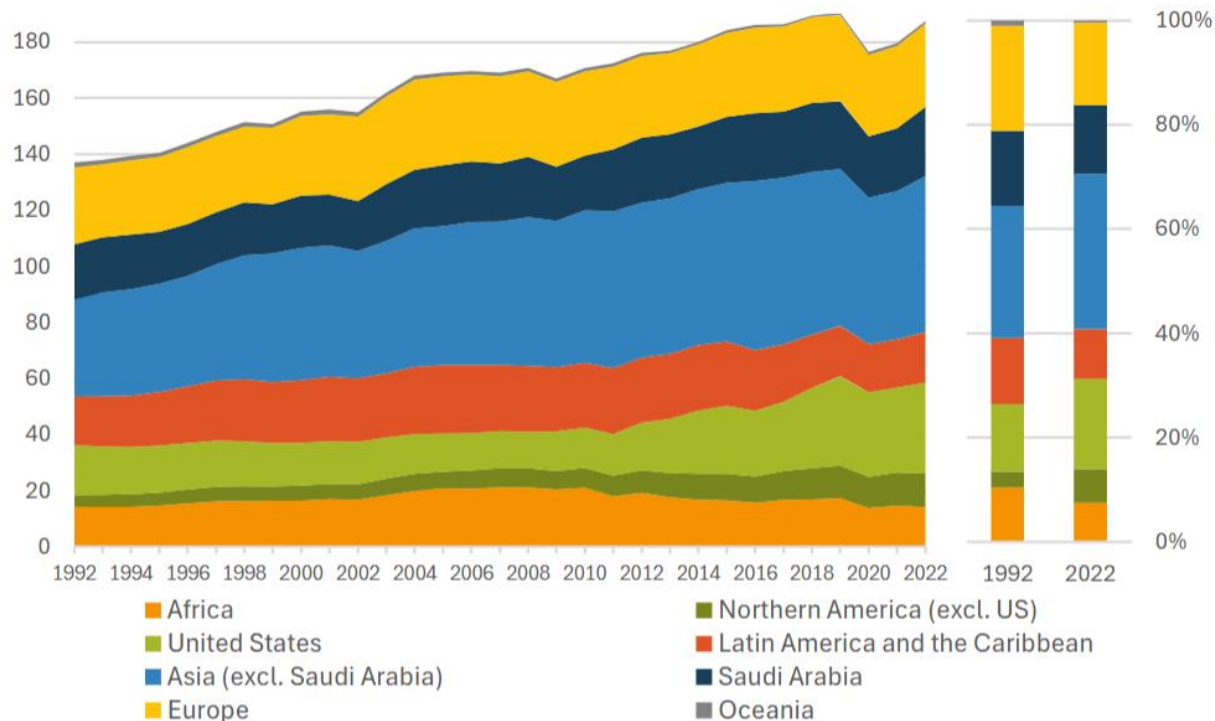
原油产量持续增长，美国产量增速较快

2008年之前，中东国家是原油生产主力，且保持平稳增产，与此同时俄罗斯原油产量快速增长，弥补了美国传统油田的产量下降。

自2009年起，美国页岩油革命成功，页岩油产量快速增长，美国超越沙特、俄罗斯，成为世界第一大原油生产国。OPEC为了维持原油价格稳定，在2016年同意与其他十个产油国合作成立OPEC+，并启动减产计划。

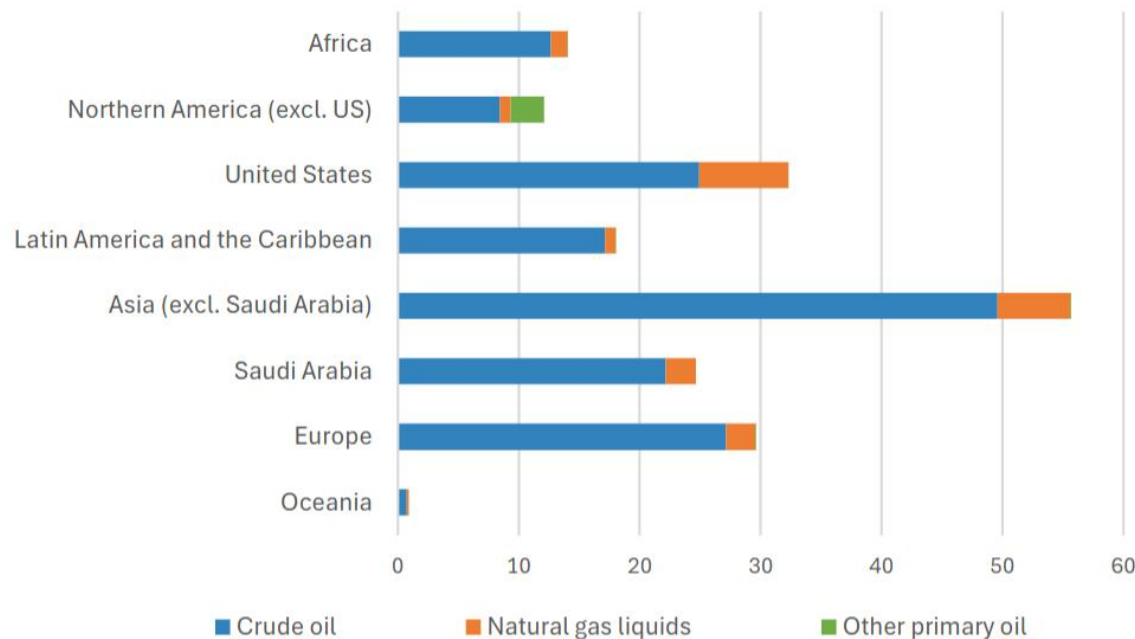
2020年以来，美国页岩油产量增速放缓，页岩油公司更加注重投资回报。但同时全球原油消费增速放缓，OPEC+通过减产/增产控制市场节奏。

图：分区域原油产量分布(埃焦耳)



资料来源：UN，国信证券经济研究所整理

图：2022年各地原油种类构成



资料来源：UN，国信证券经济研究所整理

OPEC+与北美形成两大重要供给阵营，海上原油开采近年发展迅速

原油储量和产量的分布决定了供给端格局，沙特阿拉伯、美国和俄罗斯是全球原油市场的三大主要巨头。

OPEC+阵营中，OPEC仍是核心角色，沙特阿拉伯居于领导者地位；以俄罗斯为首的利益共同体国家加入，共同形成了新的OPEC+组织。

以美国为中心的北美阵营，加拿大油砂可作为原油供应的补充。美国自主决定产量的能力更高，需关注开采页岩油的盈亏平衡成本以及美国自身的增产情况。近年巴西深水盐下油田、圭亚那深海Stabroek区块、中国渤海油田等海上原油开采迅速。

图：原油供给格局



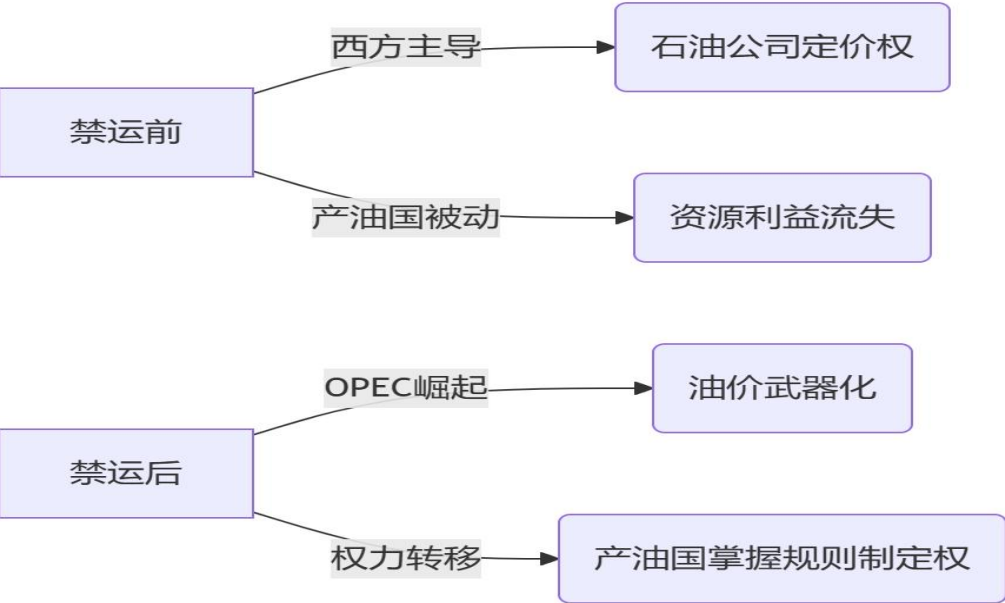
资料来源：国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

OPEC与石油禁运：重塑全球能源权力

OPEC的成立起源于第四次中东战争，是第三世界资源国反殖民的里程碑，而1973年石油禁运则是其地缘政治力量的巅峰展示。禁运期间油价从3美元/桶暴涨至13美元/桶，引发全球能源危机，虽短期冲击全球经济，却永久改变了能源权力结构：产油国从被动接受者转变为规则制定者。后续OPEC通过“自动油价平衡机制”进一步巩固其对全球石油市场的调控力，但其内部矛盾（如成员国配额争端）和外部挑战（页岩油革命、能源转型）至今仍塑造着国际能源格局。

核心目标	关键行动	变革性意义
打破西方“七姐妹”石油巨头的垄断	沙特、伊朗、伊拉克、科威特、委内瑞拉联合发起	首个资源国际合作组织
从华尔街夺回石油定价权	推动油田国有化	终结殖民式资源开发模式
保障产油国财政收入	建立产量配额机制	平衡南北半球经济权力



资料来源：OPEC, 国信证券经济研究所整理

特征	自动油价平衡机制 (2000年)	OPEC+现行政策 (2025年)
调整触发	固定价格区间（22–28美元）	动态分析供需、库存、地缘风险
调整幅度	固定50万桶/日	灵活设定
决策方式	自动触发	部长级会议协商
成员国范围	仅OPEC成员国	OPEC+（含俄罗斯等10国）
主要挑战	调整量不足、外部冲击	配额分配争议、页岩油竞争

资料来源：OPEC, 国信证券经济研究所整理

OPEC+主要成员国财政平衡油价较高，油价托底诉求强

在三大主要产油国中，沙特和俄罗斯对石油出口收入的依赖程度较高。沙特需要资金支持国内经济转型，俄罗斯需要石油收入弥补军费开支。

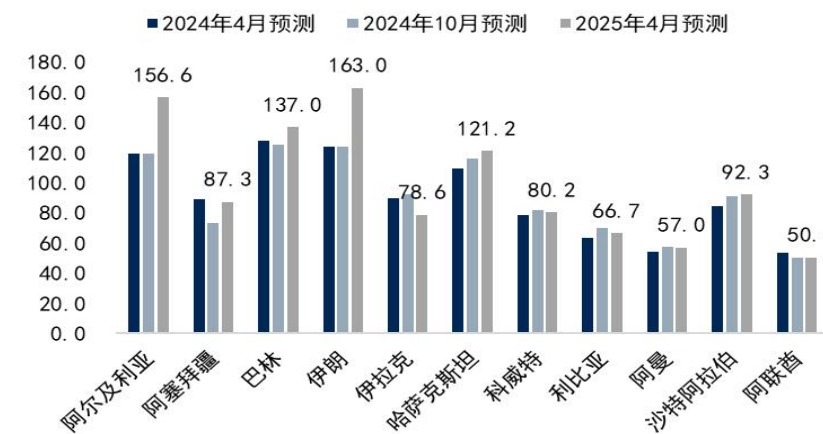
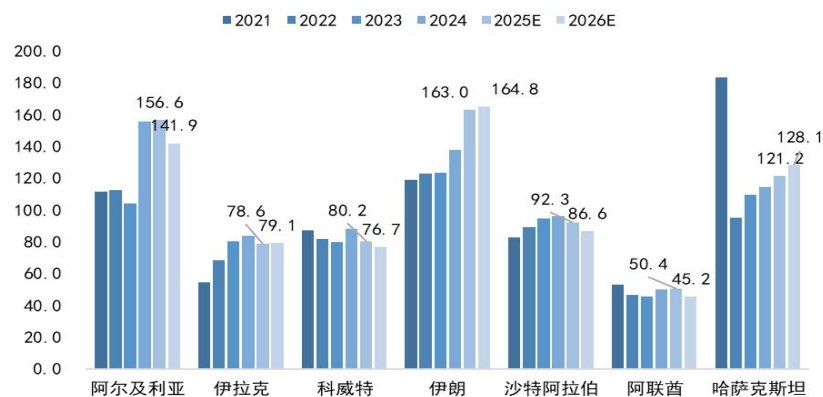
根据2025年4月IMF数据，2025、2026年中东地区主要OPEC+成员国的财政平衡油价大多高于70美元/桶，并且较2024年10月预测数据进一步提高。沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚的石油液体合计产量占全球的25%左右，2025年4月IMF预测其2025年财政平衡油价分别为92.3、163.0、78.6、80.2、121.2、156.6美元/桶。

图：OPEC海湾国家财政平衡油价



资料来源：Macromicro、IMF、Wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容



资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

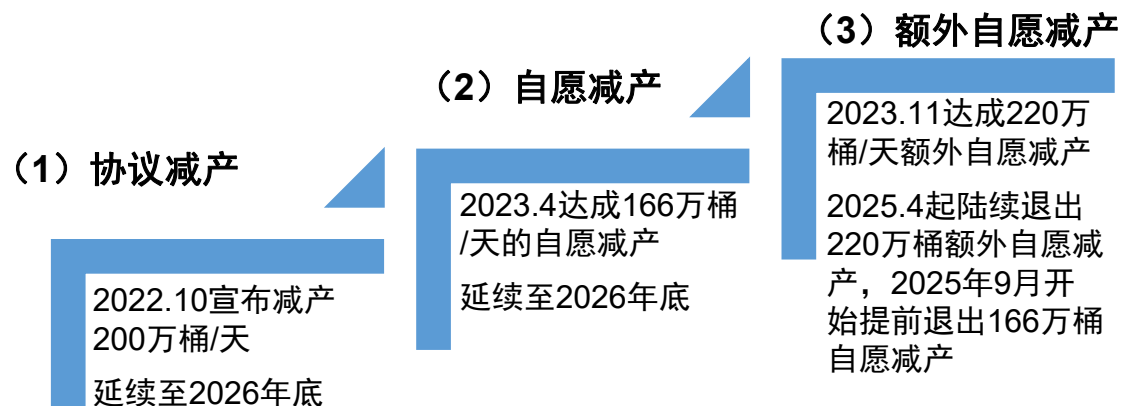
2022年以来OPEC+实施多层次减产，2025年3月以来开始逐步退出

OPEC组织成立的初衷便是为了追求成员国整体利益最大化，通过联合控制产量，进而调控油价。由于要提高利润、控制产量，OPEC长期存在闲置产能和闲置储量，其产量在全球中的占比显著低于储量占比。2022年10月，OPEC+成员国开启了一个多层次的减产计划。

2024年OPEC+份额已经下降至41%，保价格和保份额已难两全，保份额的重要性正在提升，精确打击美国页岩油等非OPEC+地区产量。

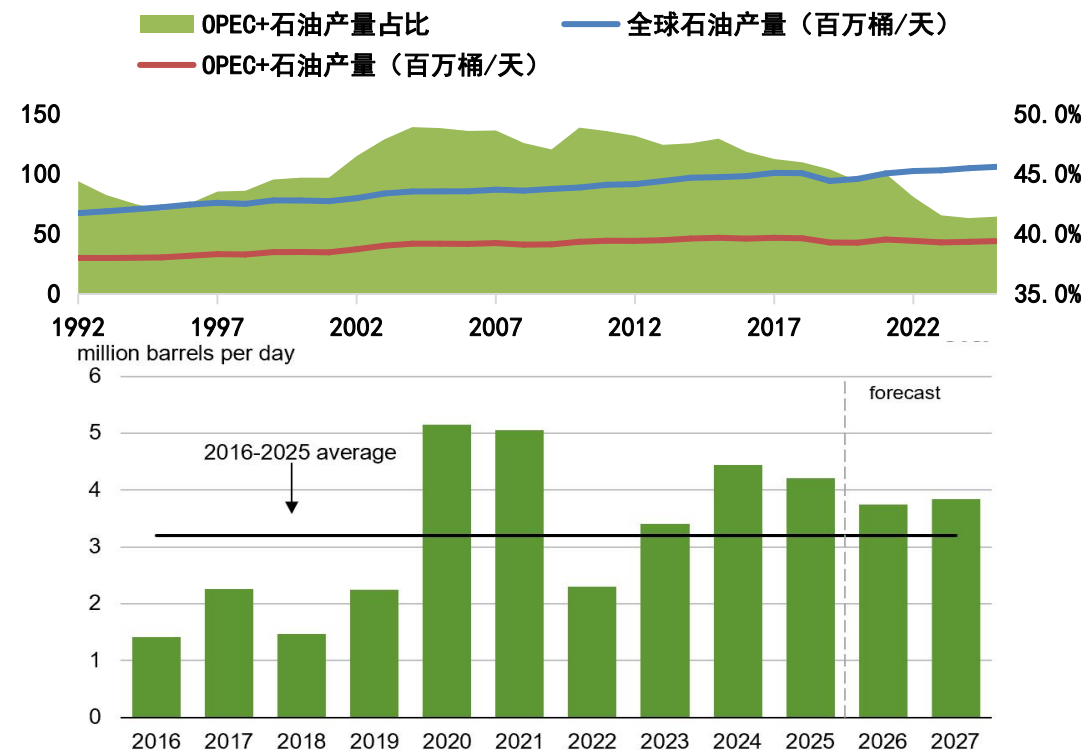
OPEC+在 2025 年 4 月-9 月将 220 万桶/日自愿减产完全退出，并在 9 月 7 日 OPEC+部长级会议决定在 12 个月内提前解除2023 年4 月达成的166万桶/日自愿减产协议，在2026年 3 月 1 日的 OPEC+月度会议上，OPEC+决定于 2026 年4 月恢复增产20.6万桶/日。

图：OPEC+多层次减产计划



资料来源：OPEC，国信证券经济研究所整理

图：OPEC+原油产量、全球占比及富裕产能



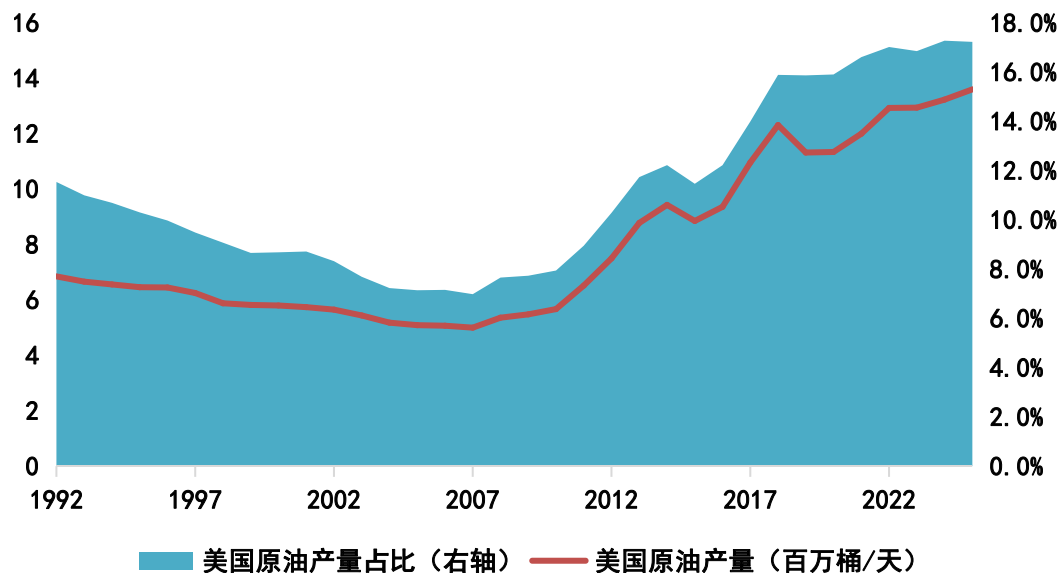
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

美国是全球最大石油生产国，页岩油成本产量面临瓶颈

美国是现代最早开始产油的国家，但产量从20世纪后期开始下滑，直至2010年后得益于“水平钻井”+“水力压裂”技术进步，迎来了“页岩油革命”的二次崛起，并于2018年超越沙特和俄罗斯，成为全球第一大石油生产国。2025年，美国原油产量1360万桶/天，全球占比17.2%。

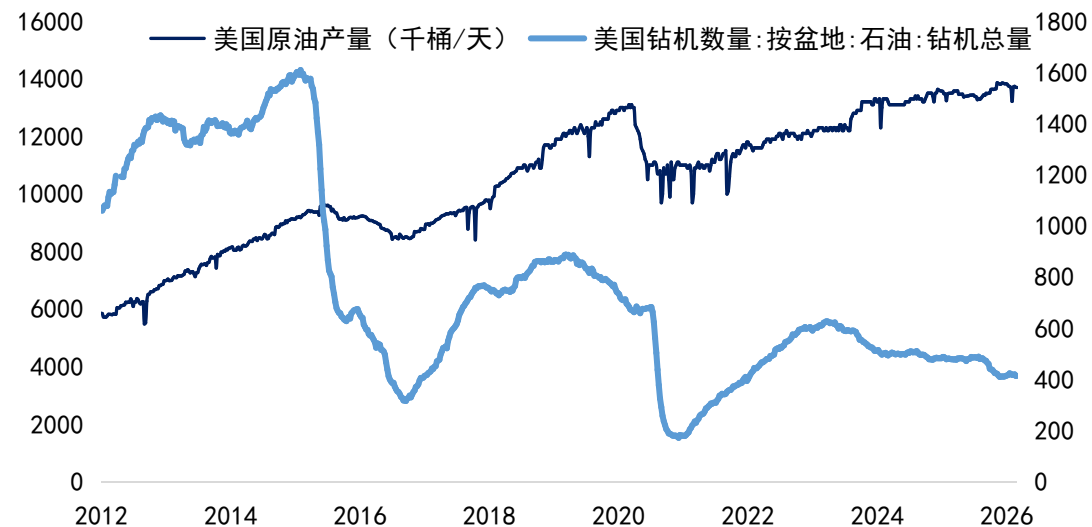
2023年以来，美国活跃原油钻机数量持续下降，2025年二季度以来，活跃原油钻机数量大幅下降，已经降低至2021年以来最低，但由于钻机工作效率提升，原油产量仍持续小幅增长，2026年预计原油产量1360万桶/天，同比保持稳定。未来美国也面临着资源劣质化的挑战，开采便捷、成本低廉的“甜点”油井正快速消耗，新油井的盈亏平衡成本正在走高。

图：美国原油产量及全球占比



资料来源：EIA、贝克休斯，国信证券经济研究所整理

图：美国原油产量及钻机数量



资料来源：EIA、贝克休斯，国信证券经济研究所整理

水平井及水力压裂推动美国页岩油革命成功

页岩油是指已经生成但仍滞留于富有机质泥页岩微米、纳米级储集空间中的石油。从页岩油的概念而言，国外油气行业所界定的页岩油具有广义性，泛指了含泥页岩层系中页岩、砂岩、碳酸盐岩等各层位石油资源的统称，更接近国内所指的致密油的概念。

美国页岩油开发通过复制页岩气开发技术实现了产量的跨越式突破，其中两个关键技术为水平井钻井技术和水力压裂技术。美国统计数据中页岩油是致密油的重要组成部分，2004 年美国仅有约15%的致密油通过水平井生产，2018 年大幅增加至 97%。据 ENVERUS 数据，2010 年美国 Permian 盆地水平井平均长度为3879英尺，2022年增加至10000英尺。

资料来源：EIA、贝克休斯，国信证券经济研究所整理

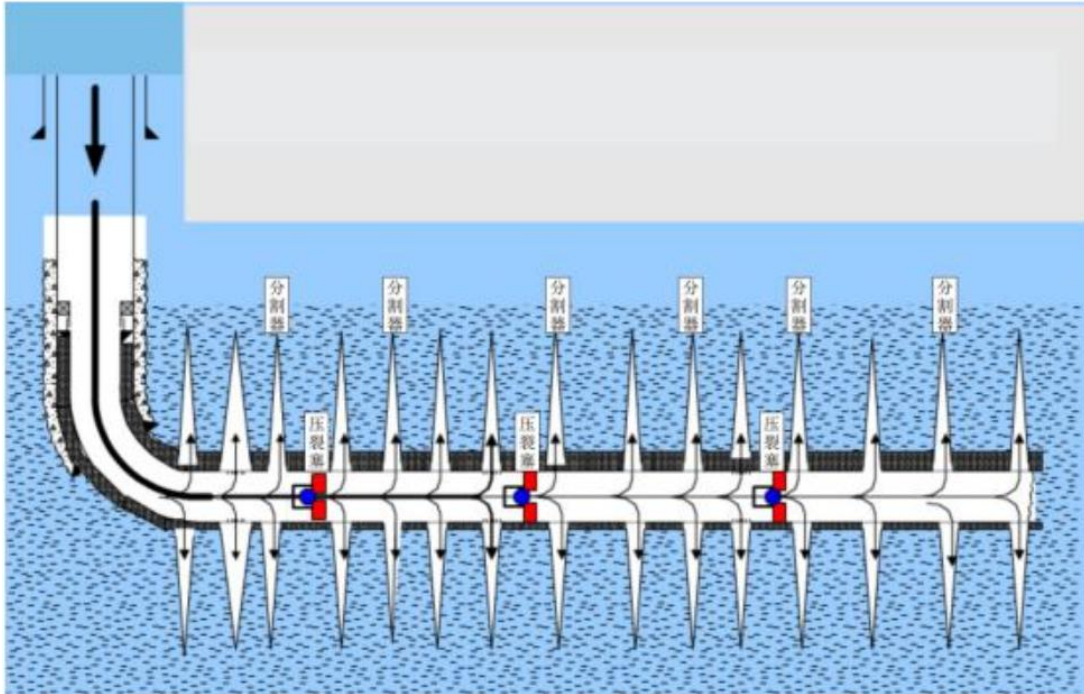
图：水平井示意图



资料来源：朝刚，李建青，《页岩气开采的“武功秘籍”》，自然资源部中国地质调查局科普办公室，2019，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

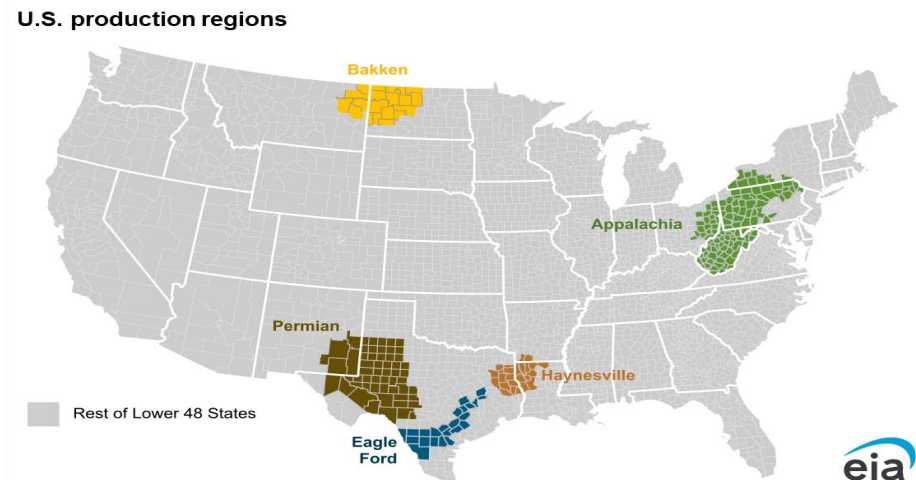
图：水平井分段压裂示意图



资料来源：朝刚，李建青，《页岩气开采的“武功秘籍”》，自然资源部中国地质调查局科普办公室，2019，国信证券经济研究所整理

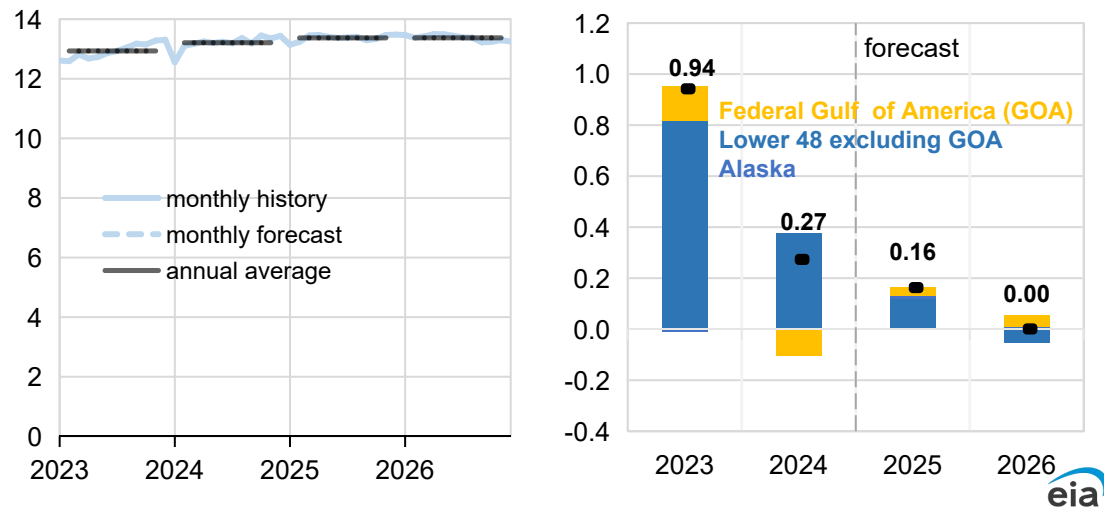
美国页岩油主要产区为二叠纪盆地

图：美国主要页岩油产区分布



Data source: U.S. Energy Information Administration, *Short-Term Energy Outlook*, and the U.S. Census Bureau

图：美国原油产量及未来产量变化

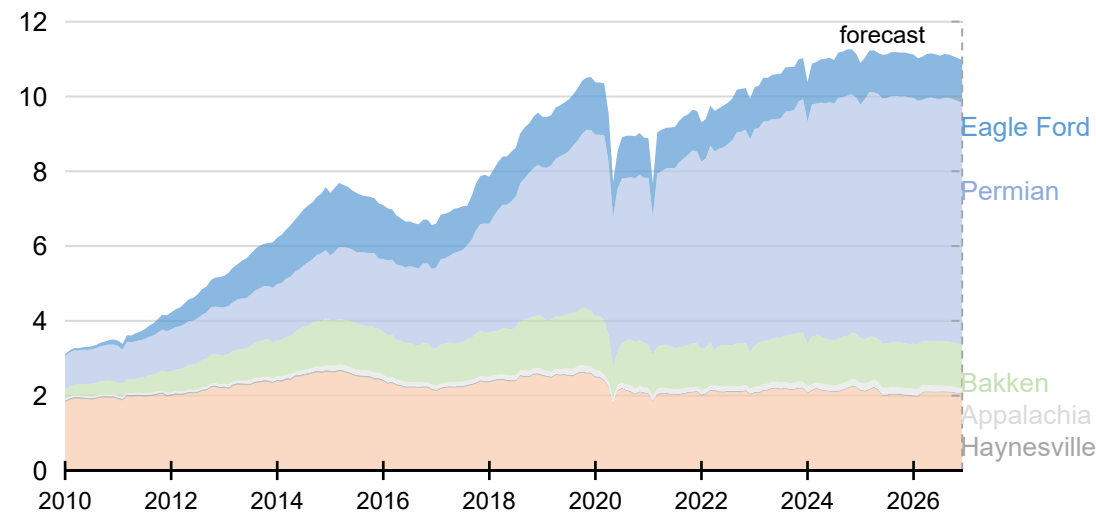


资料来源：EIA、贝克休斯，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

产区	日产量（万桶）	占全国比例	2024年变化
二叠纪Permian	630	48%	37万桶（+6.3%）
鹰滩Eagle Ford	120	9%	1.3万桶（+1.1%）
巴肯Bakken	120	9%	1.3万桶（+1.1%）
其他地区	450	34%	12万桶（-2.6%）

图：美国主要页岩油产地生产情况



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

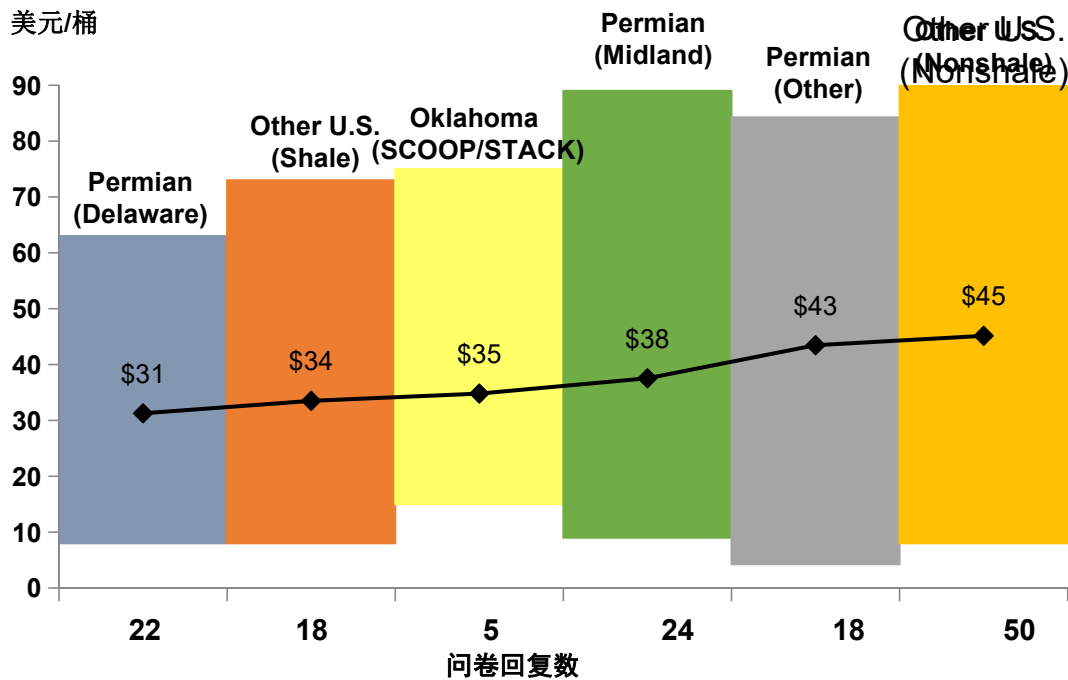
多重因素导致美国页岩油成本上升

当前页岩油公司的收支平衡成本低于中东产油国的盈亏平衡油价。通胀因素、资源枯竭、融资成本、衰减速度推高页岩油公司生产成本。

根据达拉斯联储2025年第一季度对页岩油企业的调查问卷结果，美国页岩油盆地现有油井运营成本处于26-45美元/桶，平均价格为41美元/桶，较2024年第一季度的39美元/桶增加2美元/桶。美国页岩油盆地新打井-完井成本处于61-70美元/桶区间，企业实现盈利性钻探的平均成本为65美元/桶，较2024年第一季度增加1美元/桶。

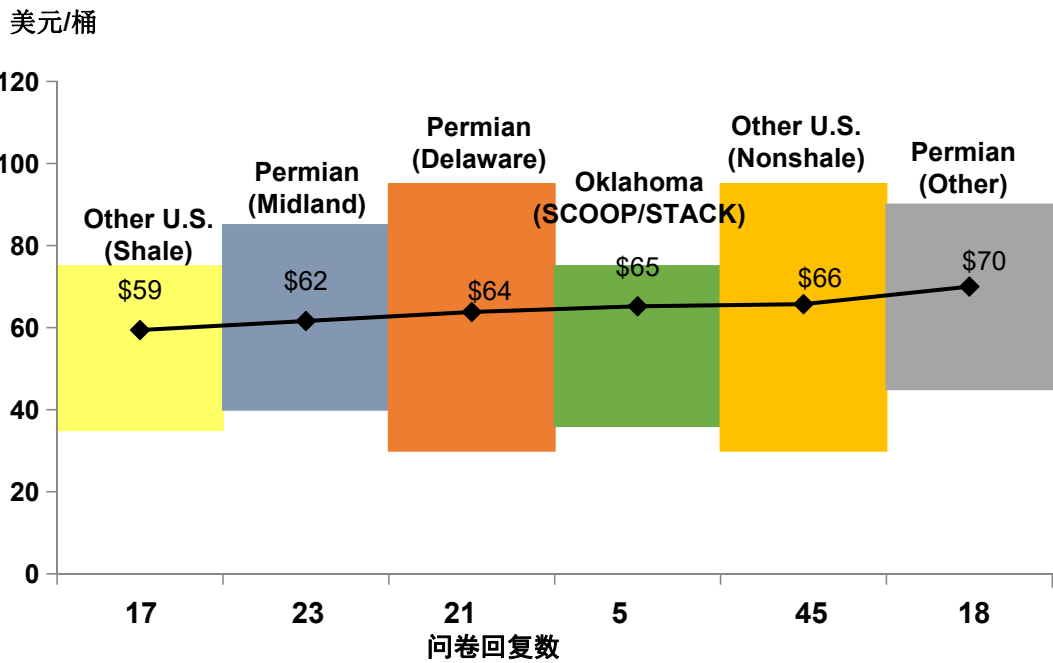
埃克森美孚、西方石油、雪佛龙等国际石油巨头加大中小页岩油公司并购，行业集体削减资本开支，地质衰竭叠加水力压裂边际效益递减。

图：美国现有井的运营成本



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

图：美国新打井-完井的完全成本



资料来源：达拉斯联储，国信证券经济研究所整理

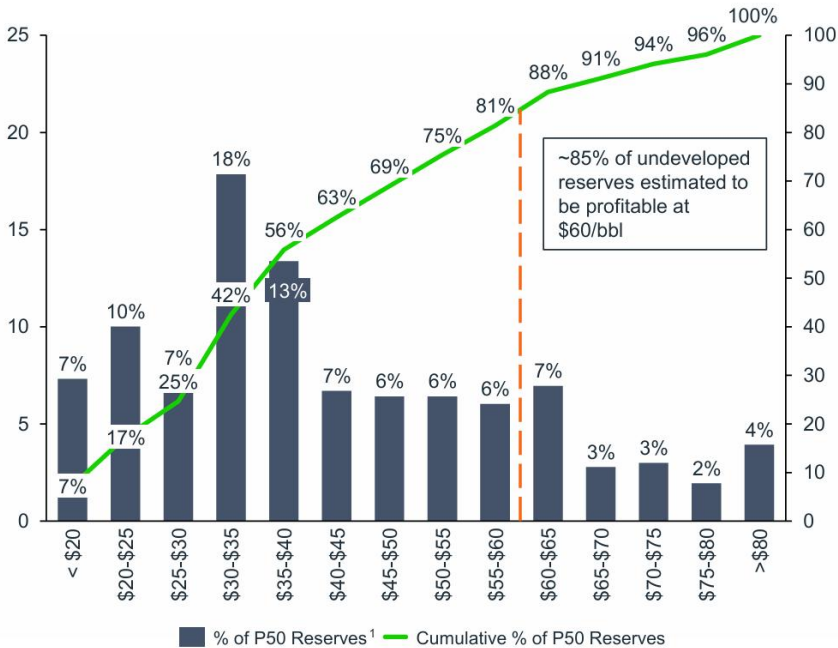
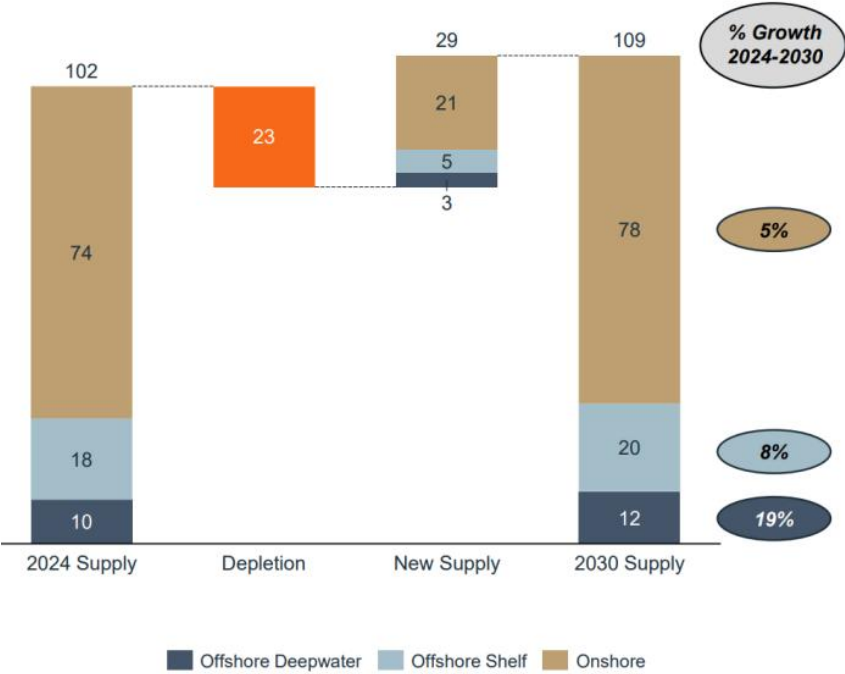
随着技术发展，海上油气经济性不断提高

海洋油气储量从2000年到2010年，平均年均发现350亿桶油当量，深水发现占30%，2011年到2023年，年均油气发现180亿桶油当量，深水发现的占比达到了51%。即全球油气勘探的整体大趋势是发现越来越少，但是深水发现占比越来越多。

据Rystad energy数据，2024年全球石油总供给量为102百万桶/天，预计至2030年全球石油总供给为109百万桶/天，现有产量会衰减24百万桶/天。新增的31百万桶/天产能中有3百万桶/天来自深海油田开发，5百万桶/天来自大陆架（近海）油田开发。根据未开发海洋油田平衡油价统计数据，若未来国际油价维持在60美元/桶，约85%的未开发海上油田开发后具备盈利能力。

图：全球石油来源供给变化

图：海洋石油开发平衡油价（美元/桶）



资料来源：Rystad energy，国信证券经济研究所整理

资料来源：Rystad energy，国信证券经济研究所整理

3

原油需求情况

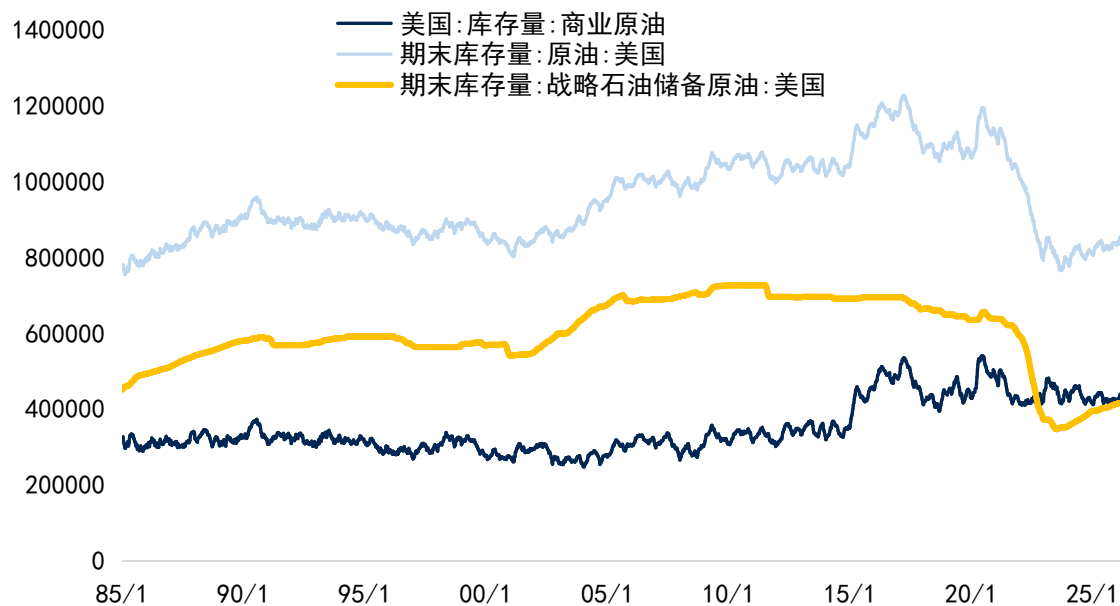
[返回目录](#)

美国原油库存处于低位，OECD原油库存也较低

2020年下半年起，由于美国持续高通胀，美国大量释放战略原油储备（SPR），原油总库存从12亿桶下降至7.6亿桶，随后美国开始补充战略原油储备库存。截至2026年2月27日当周，美国原油总库存8.54亿桶，其中战略原油库存4.15亿桶，商业原油库存4.39亿桶，库欣地区原油库存2646.3万桶。

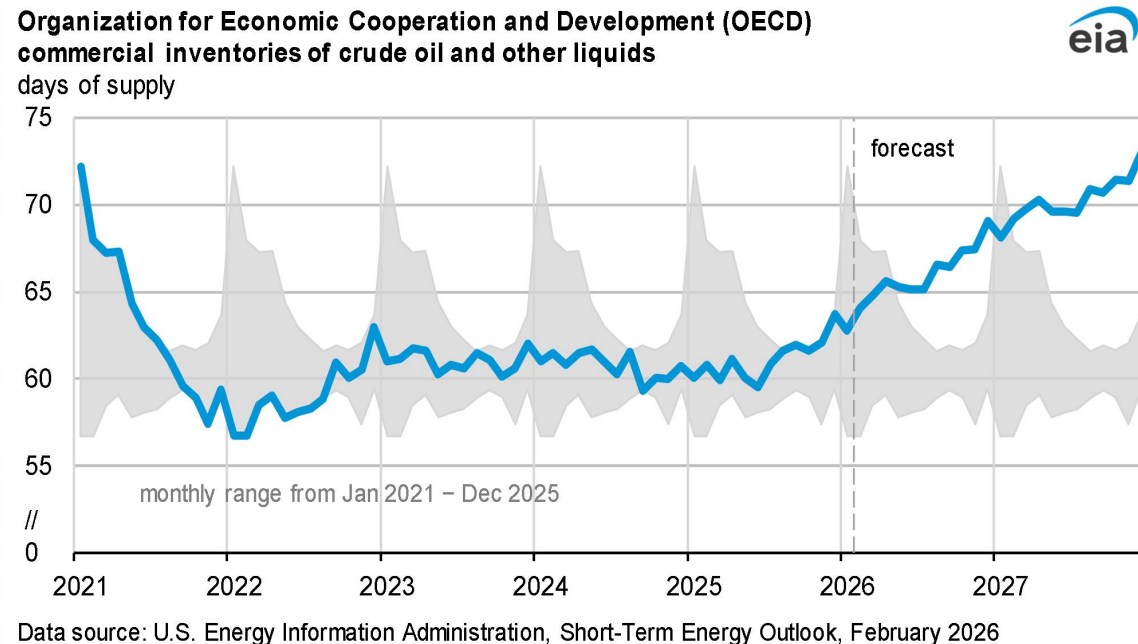
OECD经济合作组织原油库存近三年开始累库，但绝对水平处于近五年低位，预计仍将持续补库。

图：美国原油库存（千桶）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

图：OECD经济合作组织商业原油库存水平（百万桶/天）



Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, February 2026

资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

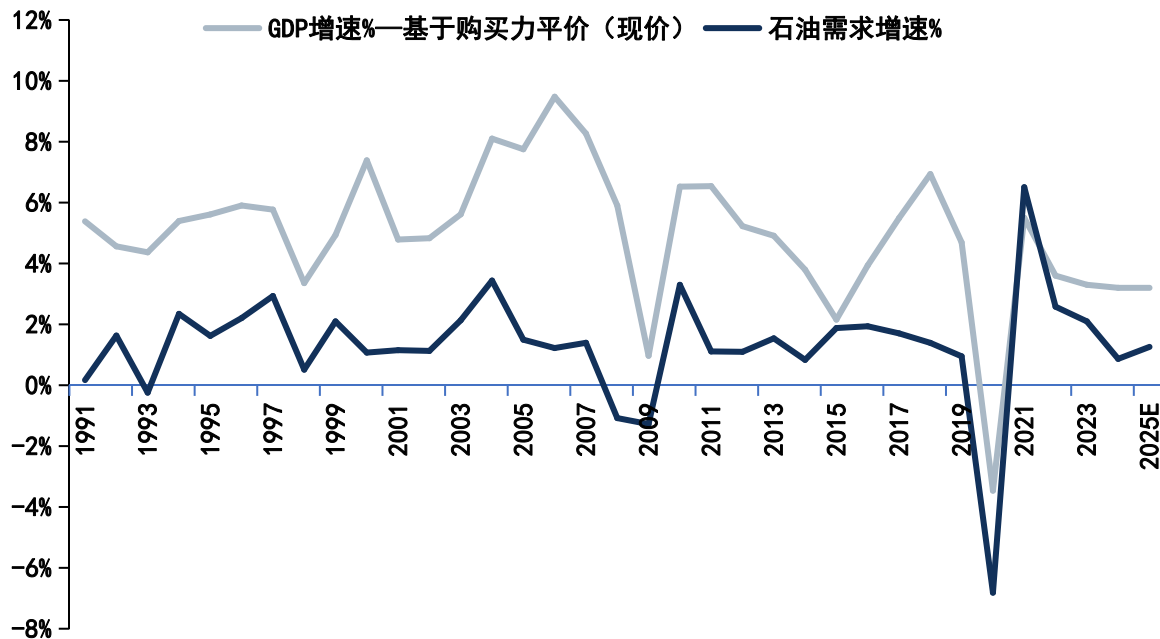
全球经济景气度主导石油需求，能源替代影响逐渐增加

宏观层面上，石油需求中长期与全球经济增长高度相关；结构上，需求存量国以美、欧为主，增量国以中、印为主，美国石油消费量仍稳居首位，中国占比从2019年起已超越欧洲。2025年美国、中国、欧洲需求占比分别为19.5%、16.0%、13.7%。

2025年，全球石油弱需求持续拖累油价，美国“对等关税”政策加剧全球脱钩风险，叠加美国处于降息通道、中国一揽子支持性政策逐渐落地显效，当前原油总需求有望边际回暖。

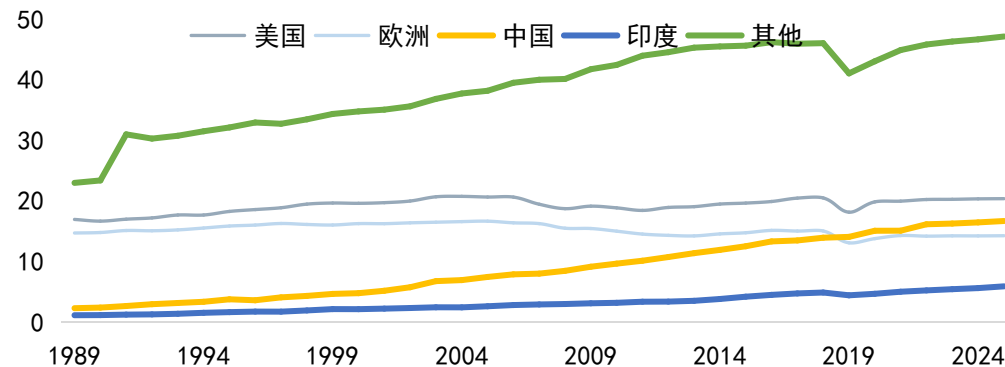
产业层面上，原油需求主要来自下游的交通、化工以及其他工业等领域，能源结构与替代进程对原油需求可能带来长期影响。

图：全球经济与石油需求具备较高相关性

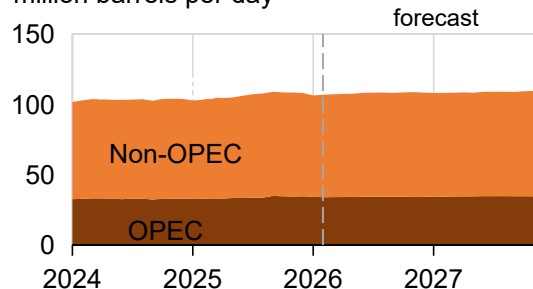


资料来源：IMF、EIA，国信证券经济研究所整理

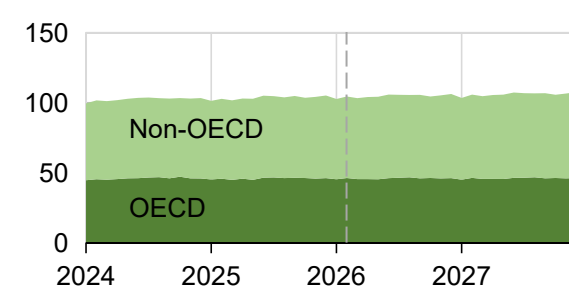
图：全球主要经济体石油需求（百万桶/天）



World liquid fuels production
million barrels per day



World liquid fuels consumption
million barrels per day



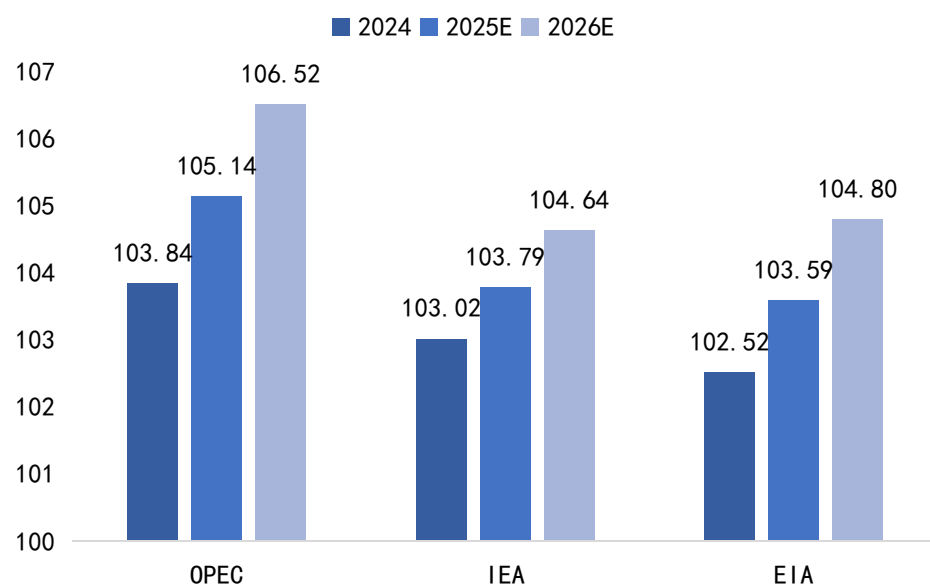
资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

全球原油需求增长主要来自于发展中国家

国际主要能源机构预计2025年石油需求增长77-130万桶/天，预计2026年石油需求增长85-138万桶/天。

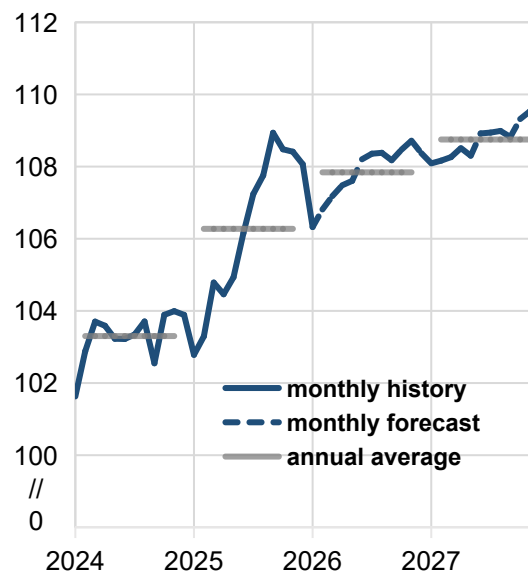
2026年原油需求分别为 106.52、104.64、104.80 百万桶/天，分别较2025 年增加138、85、120 万桶/天，IEA 下调 2026 年需求增量 8 万桶/日，EIA 上调2026 年需求增量 6 万桶/日；2027 年 OPEC、EIA 预测原油需求分别为107.86、106.08，分别较2026 年增加 134、128 万桶/天，需求增速较 2026 年有所增长。

图：主流机构对于石油需求的预测（百万桶/天）

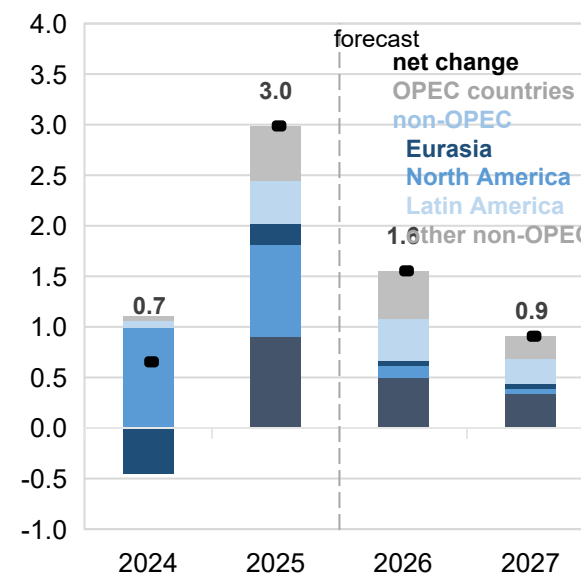


资料来源：OPEC、IEA、EIA，国信证券经济研究所整理

图：EIA对于石油需求增长的预测（百万桶/天）



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

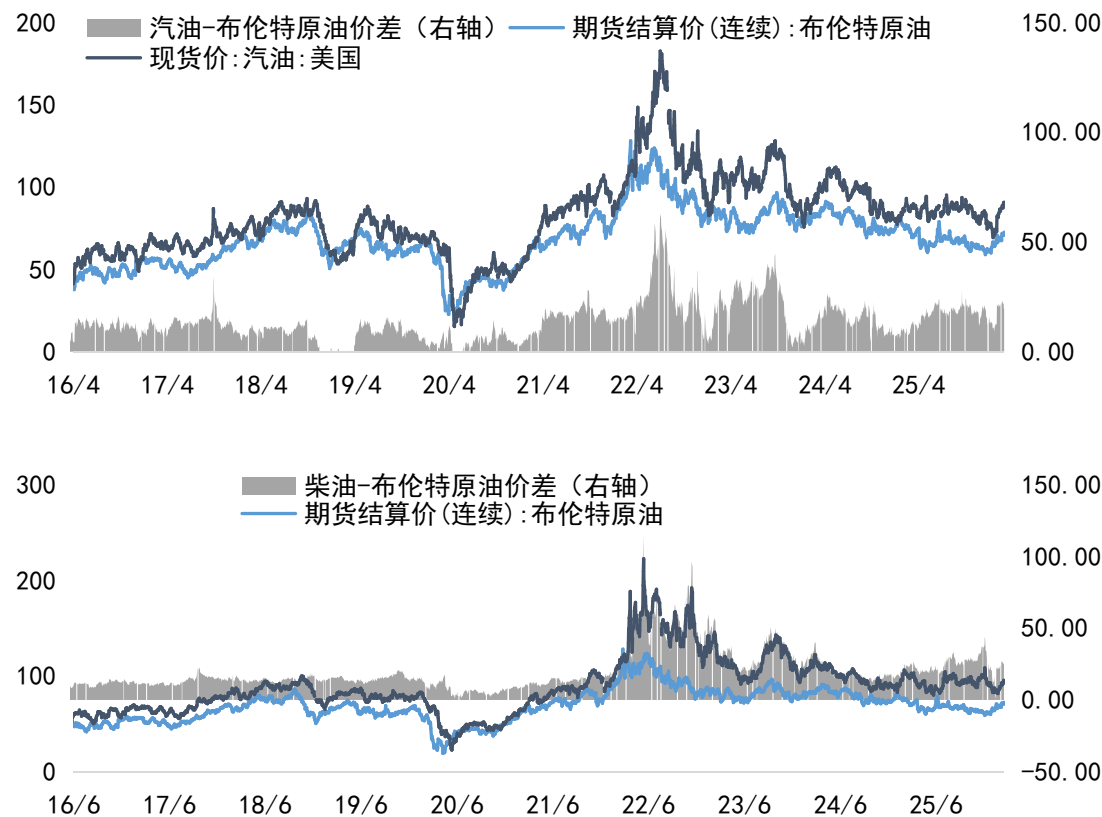


美国成品油消费平稳，欧洲炼厂持续退出

原油的直接需求来源于炼油厂，终端需求为成品油、化工品消费。汽油、柴油、航空煤油等燃料型产品约占总消费量的65%，化工品消费约占总消费量的25%，预期在新能源汽车的冲击下，用于化工品的比例将会提高。

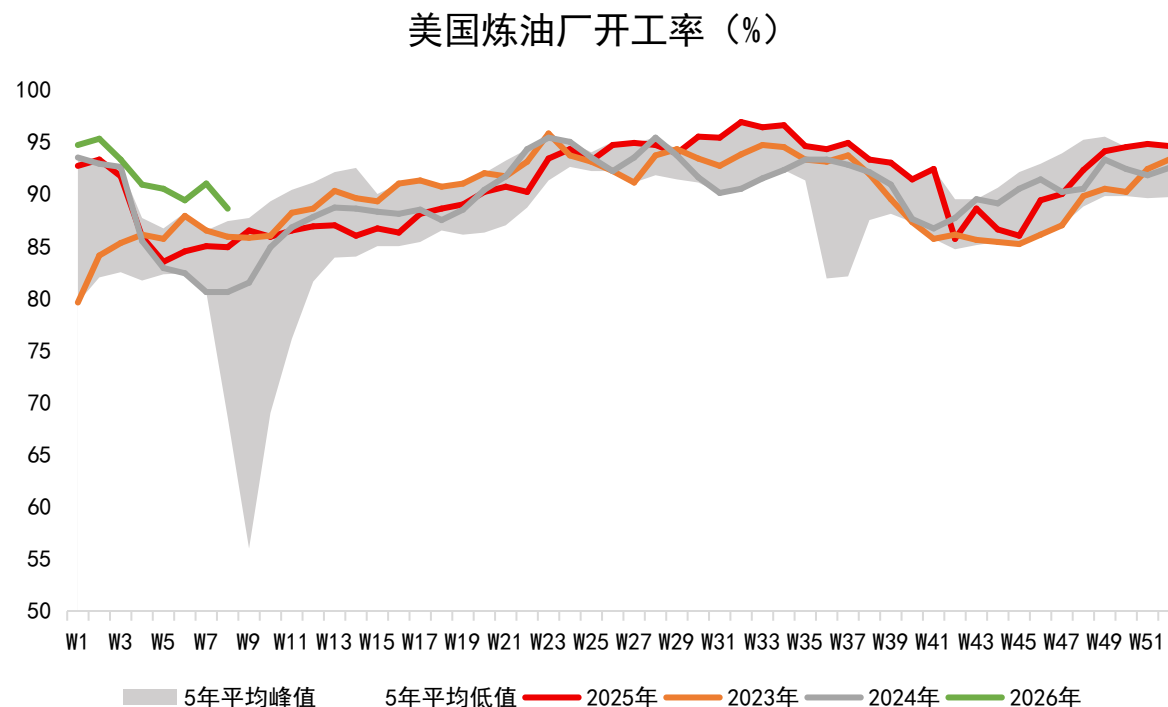
欧美地区近年来大量老旧产能退出，新增产能不足。欧洲总体炼厂产能自2010年后开始下降，美国也从2020年进入下滑趋势。中长期来看，欧美地区总体炼油产能将持续萎缩，但美国汽柴油消费及炼厂盈利水平较为健康。中国和中东是全球炼能的主要增长来源。

图：美国汽柴油价格及裂解价差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国炼厂开工率处于高位（%）

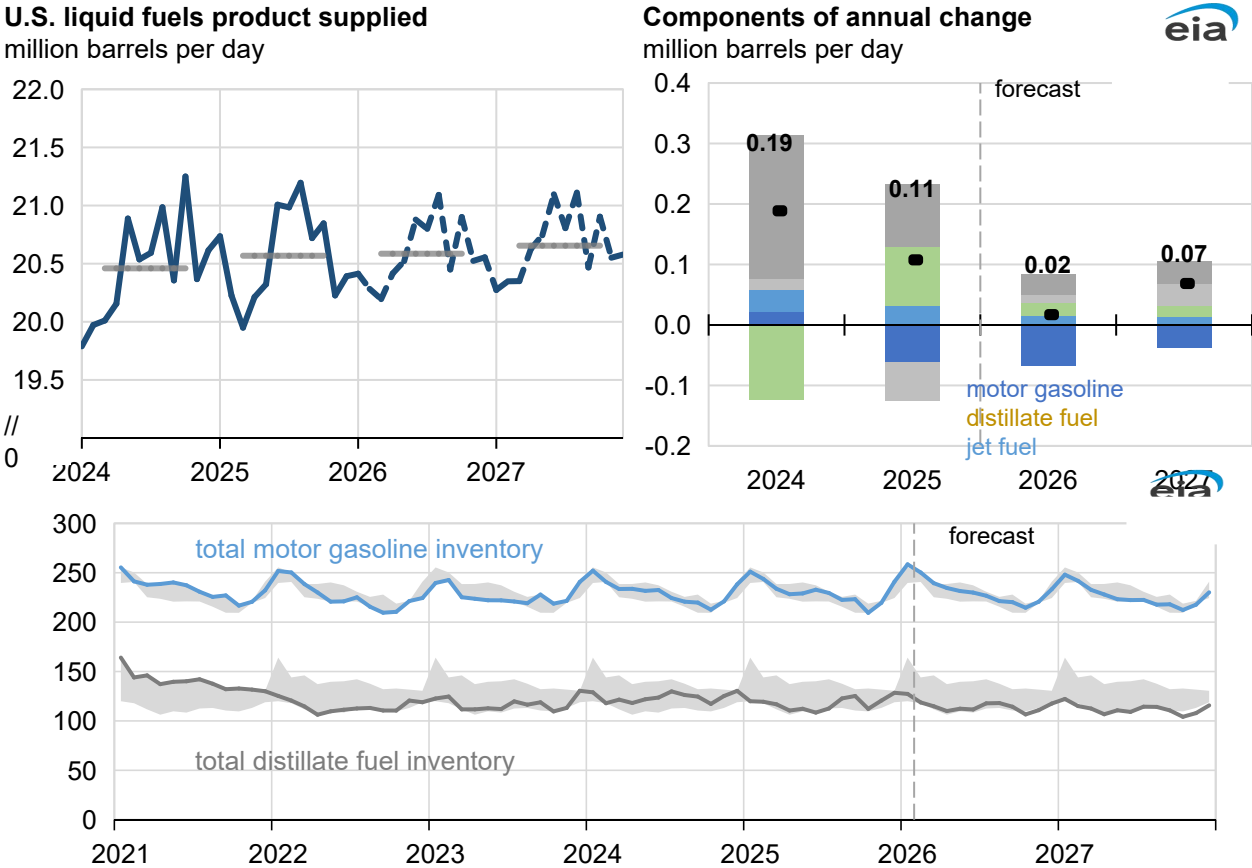


资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

美国成品油需求较稳定，中国成品油需求已经达峰

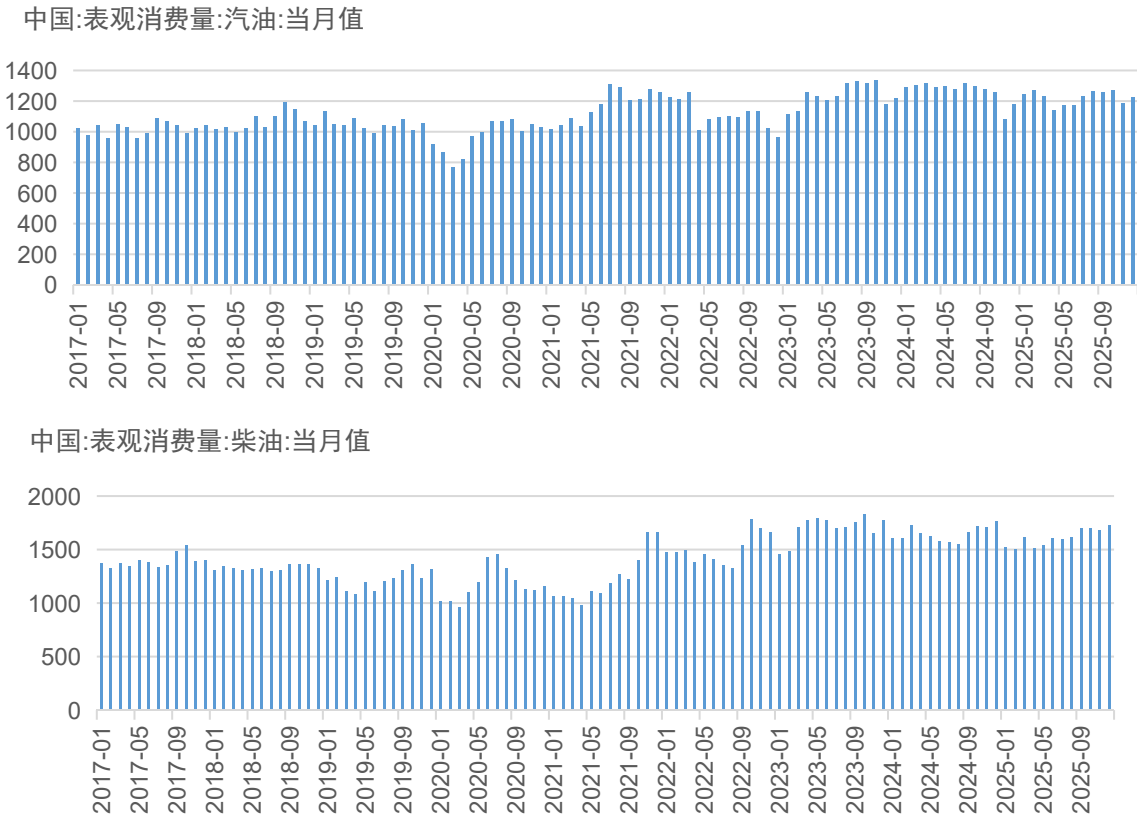
根据中国石油技术经济研究院数据，2025年，成品油消费量同比下降约3%，其中汽油和柴油消费量同比分别下降2.4%和4.4%，航煤消费量同比增长2.1%，2026年预计成品油需求将延续降势，降幅有所扩大。

图：美国石油产品供应及库存情况



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：中国汽柴油表观消费量（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

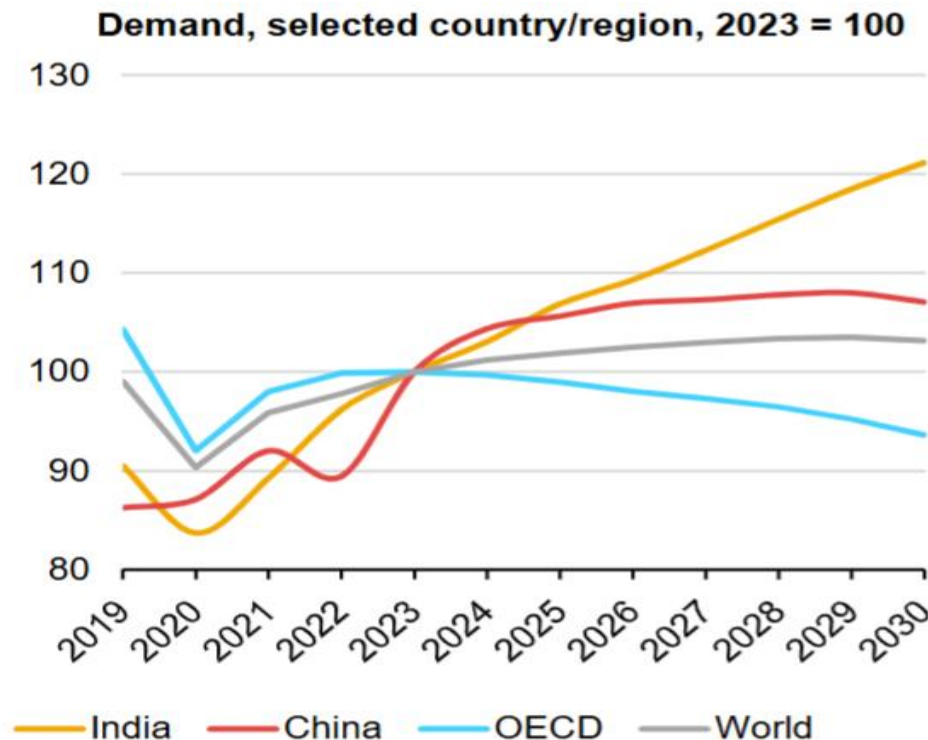
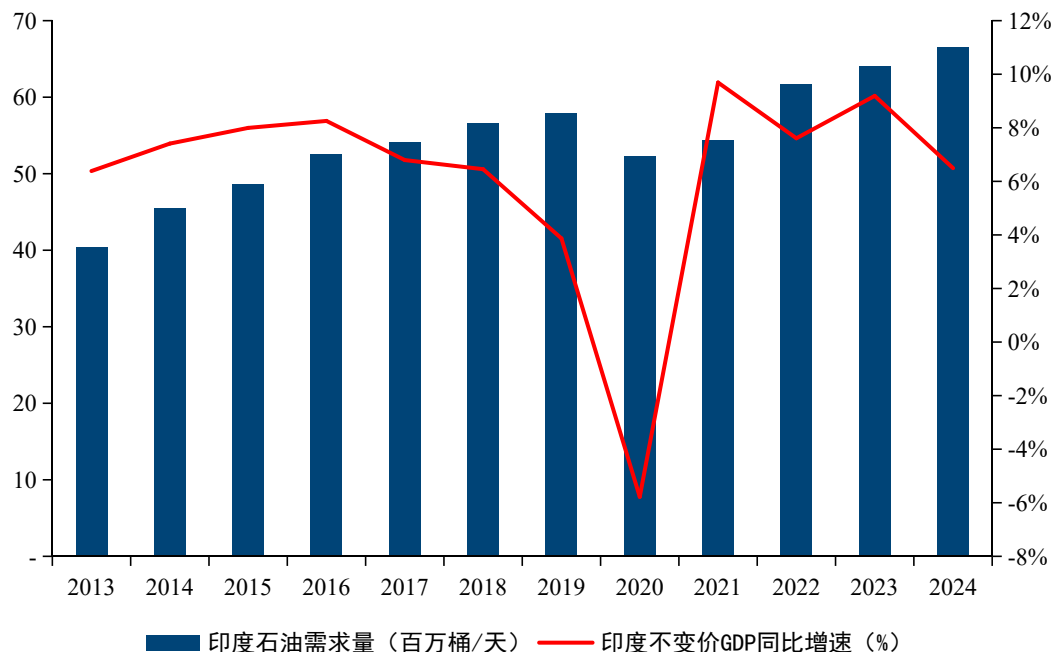
印度未来有望贡献全球最大石油新增需求

印度作为重要新兴经济体，近年经济增速较高，对原油需求拉动较大。据新华社报道，据初步核算，印度2025年GDP达4.18万亿美元，正式超过美国成为世界第四大经济体。印度14亿人口中，超25%的群体为10至26岁的青少年，未来印度经济增长前景较为明朗。由于原油消费与宏观经济相关性较大，快速增长的印度经济预计为全球石油需求带来重要增量。

根据IEA数据，预计2023-2030年印度将成为全球石油需求增长的最大单一来源。由于印度人口众多、预期经济增速较快，因此预计在此预测期内印度石油需求总量将增加120万桶/日，占全球预计总增量320万桶/日的三分之一以上。

图：2023-2029年非OECD国家和地区原油需求增量)

图：印度对石油需求增速与其他国家或地区对比



资料来源：OPEC+, IMF, 国信证券经济研究所整理

资料来源：IEA、国信证券经济研究所整理

4

霍尔木兹海峡封锁对原油供给影响

[返回目录](#)

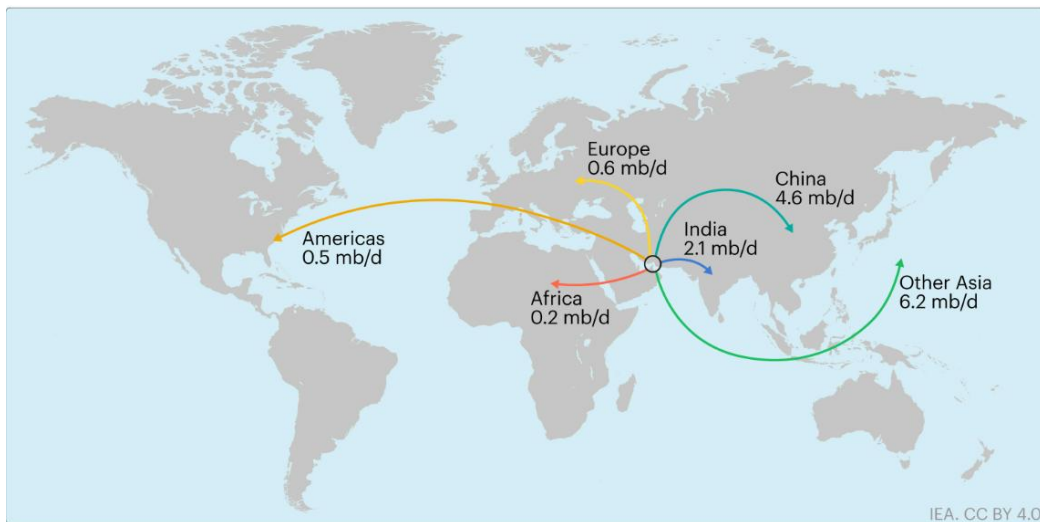
霍尔木兹海峡为能源运输咽喉

霍尔木兹海峡是世界上最重要的石油运输要道之一。2025年平均每天有2000万桶原油和石油产品通过该海峡运输。全球约有25%的海运石油贸易途经此处，而绕过该海峡的选择却较为有限。一旦海峡运输受阻，将对全球石油市场产生巨大影响。

沙特阿拉伯和阿联酋有一些石油出口路线不经过霍尔木兹海峡，但其他国家，包括伊朗、伊拉克、科威特、卡塔尔和巴林，依靠霍尔木兹海峡运送其绝大多数石油出口。

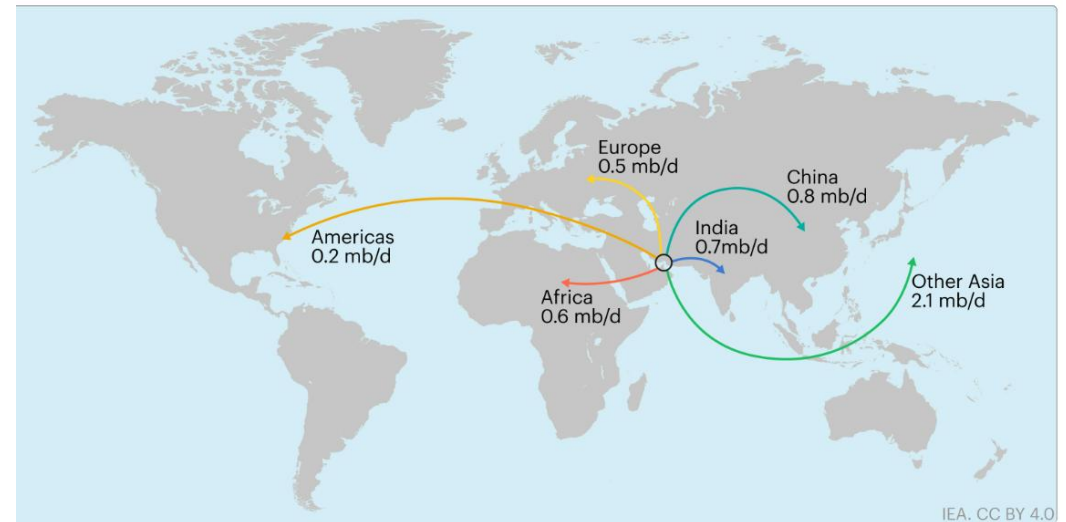
海峡的关闭也将对全球天然气贸易产生重大影响，约93%的卡塔尔和96%的阿联酋液化天然气出口通过海峡，占全球液化天然气贸易的19%。

图：经霍尔木兹海峡原油出口目的地及数量



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图：经霍尔木兹海峡石油产品出口目的地及数量



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

替代路线运输规模远小于霍尔木兹海峡

阿布扎比原油管道（ADCOP）从哈布山陆上油田设施延伸至富查伊拉，全长400公里。该管道最初的设计输送能力为150万桶/日，据报道目前的输送能力接近180万桶/日。阿联酋通过这条管道出口约110万桶/日的原油。

阿布凯格-延布输油管道系统（东西原油管道）横跨沙特阿拉伯，连接红海沿岸的阿布凯格和延布。该系统总设计输油能力为500万桶/日。截至2026年初，预计该管道的输油能力已使用约200万桶/日，剩余输油能力使用取决于管道运营状况和沙特西海岸的可用出口能力。

除对科威特的交付外，卡塔尔和阿联酋的全部液化天然气出口均通过霍尔木兹海峡。2025年，卡塔尔和阿联酋向科威特供应了近70亿立方米，而2025年通过海峡的LNG总量略超1120亿立方米，占全球LNG贸易近20%。且目前无法通过替代路线将这些液化天然气输送到其他市场。

图：霍尔木兹海峡地形图



资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图：LNG运输船



资料来源：央视新闻，国信证券经济研究所整理

波斯湾沿岸国家产油量大，目前已经被动/预防性减产



波斯湾沿岸的国家共有8个，分别是伊朗、伊拉克、科威特、沙特阿拉伯、巴林、卡塔尔、阿联酋和阿曼。除阿曼外，其余7国均依赖霍尔木兹海峡进行原油及成品油运输，尤其是沙特阿拉伯、伊拉克和阿联酋石油运输量较大。

霍尔木兹海峡封锁后，空载油轮无法驶入港口装运，生产出来的石油只能暂存在储罐，由于储存空间受限，直接导致油田减产。在美以伊冲突后据不完全统计，伊拉克、科威特、阿联酋、沙特等国宣布被动减产。随着剩余罐容的不断减少及炼厂的停工，海湾国家的减产规模预计会持续扩大。随着被动减产时间的延长，复产周期也将为数周拉长至数月。

图：各国霍尔木兹海峡原油及成品油运输量

国家/地区	原油（含凝析油）	成品油	总计
沙特阿拉伯	5.43	0.8	6.23
伊拉克	3.32	0.31	3.63
阿联酋	2.02	1.22	3.24
伊朗	1.69	0.72	2.41
科威特	1.4	0.97	2.37
卡塔尔	0.73	0.69	1.42
沙特-科威特中立区	0.35	0	0.35
巴林	0	0.21	0.21
总计（通过海峡）	14.95	4.93	19.88

资料来源：IEA，国信证券经济研究所整理

图：截至3月10日，不完全统计海湾国家石油减产情况

国家/地区	减产油田	2026年1月产量（万桶/日）	减产合计量（万桶/日）	减产占比
沙特阿拉伯	-	1028	约200-250	约19%-24%
伊拉克	鲁迈拉、西古尔纳二期、迈桑、库尔德地区	434	约290	约66%
阿联酋	海上油田	360	约50-80	约14%-22%
伊朗	-	345	-	-
科威特	北部油田群	257	约50	约20%
总计		2424	约590-660	约24%-27%

资料来源：IEA，公开数据，国信证券经济研究所整理

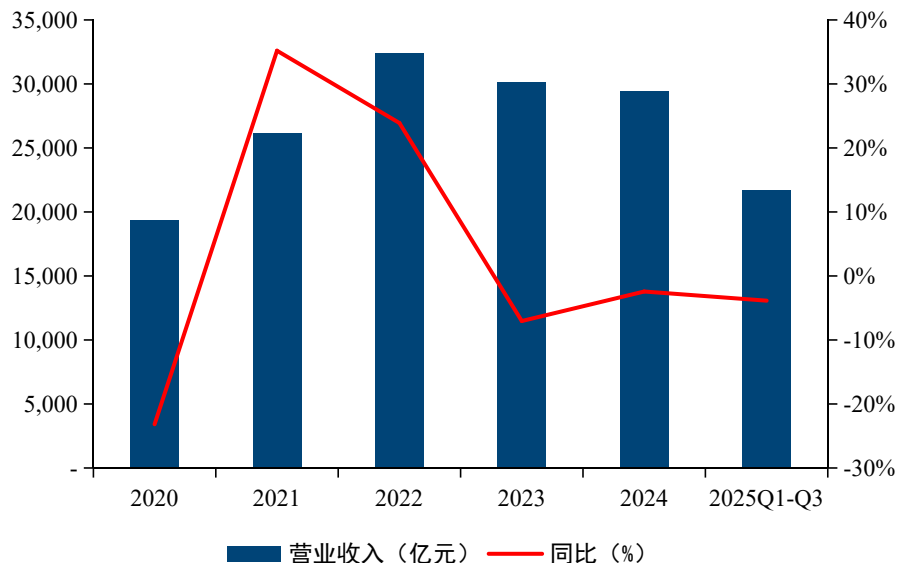
5

相关公司

[返回目录](#)

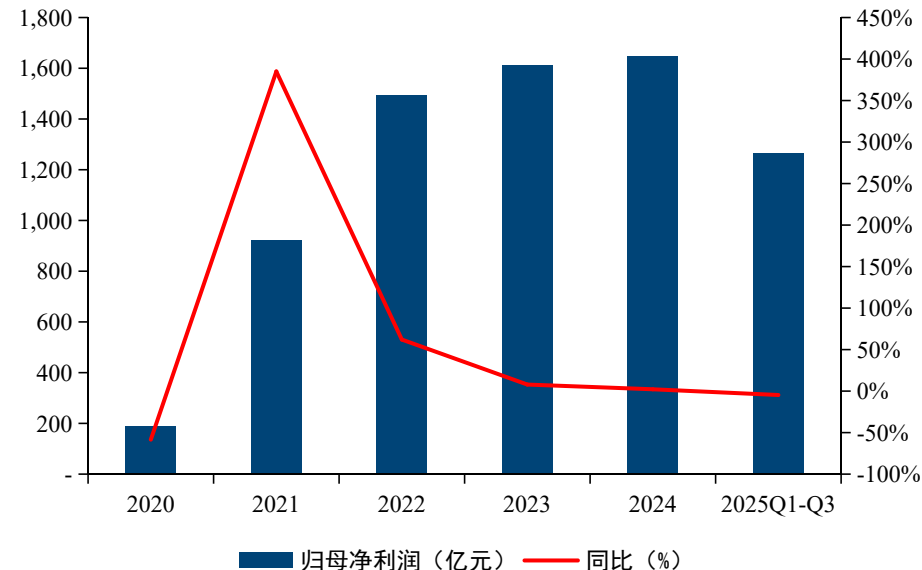
- ◆ 公司是中国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，也是世界最大的石油公司之一。公司业务主要包括：原油和天然气的勘探、开发、生产和销售；原油和石油产品的炼制、运输、储存和销售；基本石油化工产品、衍生化工产品及其他化工产品的生产和销售；天然气、原油和成品油的输送及天然气的销售。
- ◆ **经营情况：**2025年前三季度公司油气与新能源板块实现经营利润1251.0亿元，实现油气当量产量1377.2百万桶油当量，其中原油产量714.3百万桶，原油平均实现价格65.6美元/桶，油气单位操作成本10.79美元/桶；可销售天然气产量3977.2十亿立方英尺。2025年前三季度公司实现营收2.17万亿元，同比-3.9%，营收下降主要由于原油、成品油价格下降；实现归母净利润1262.8 亿元，同比-4.9%。

图：中国石油营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

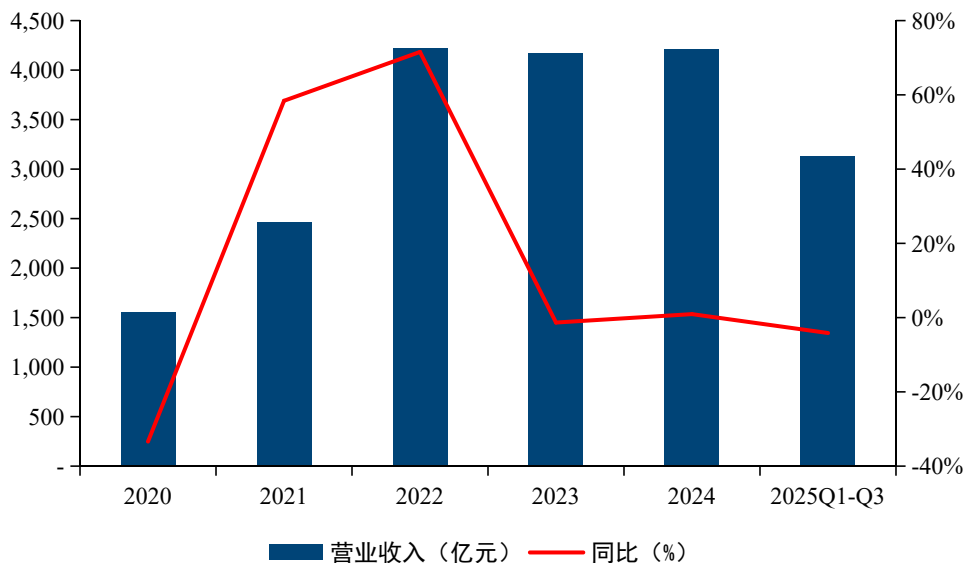
图：中国石油归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

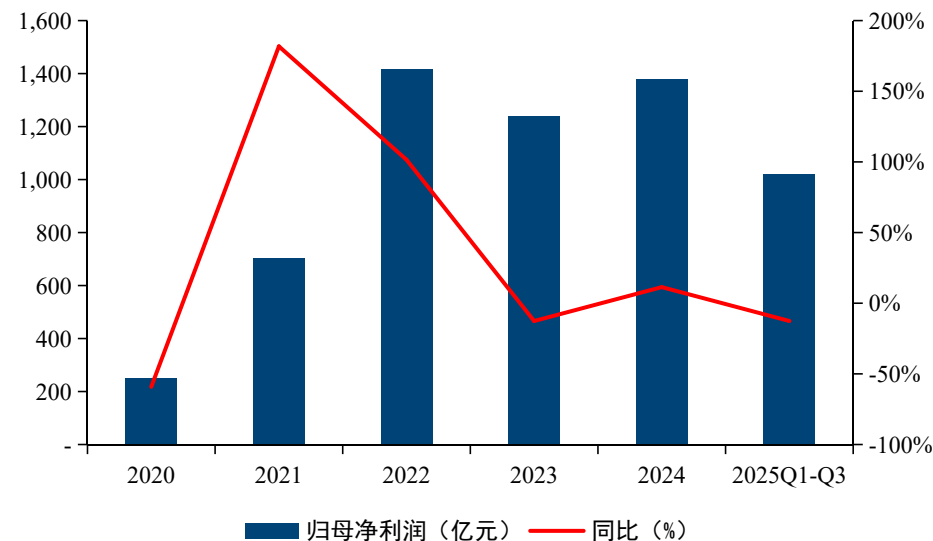
- ◆ 中国海油为中国最大的海上原油及天然气生产商，亦为全球最大的独立油气勘探及生产集团之一，主要业务为勘探、开发、生产及销售原油和天然气。目前，中国海油以中国海域的渤海、南海西部、南海东部和东海为核心区域，资产分布遍及亚洲、非洲、北美、南美洲、大洋洲和欧洲。
- ◆ **经营情况：**公司2025年前三季度油气净产量达到578.3百万桶油当量，其中国内净产量400.8百万桶油当量，占比69.3%，海外净产量177.4百万桶油当量。从产品结构看，石油液体产量445.1百万桶油当量，占比77.0%，天然气产量7775亿立方英尺，占比23.0%。公司2025年前三季度实现营业收入3125.0亿元，同比-4.2%，归母净利润1019.7亿元，同比-12.6%。

图：中国海油营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

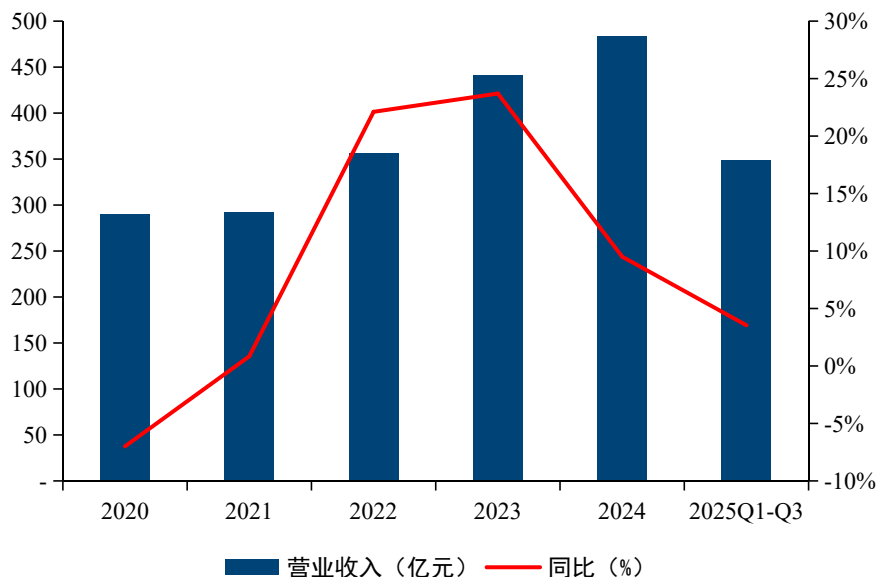
图：中国海油归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

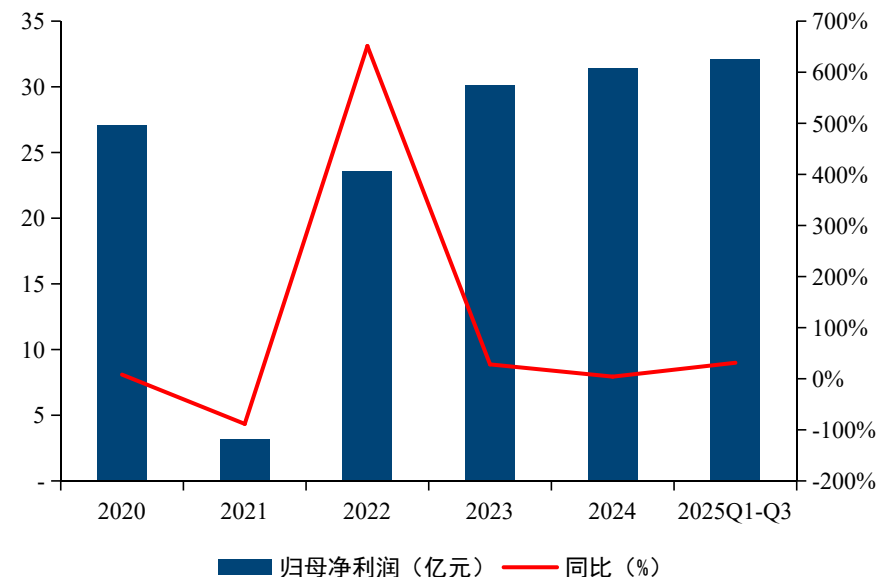
- ◆ 中海油服是中国近海最具规模的油田服务供应商，也是亚洲地区功能最全、服务链最完整、最具综合性的海上油田服务公司。公司的业务主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务、物探勘察服务四大板块。公司占据了我国近海油田技术服务市场大部分份额，其中固井、泥浆等服务在我国近海拥有绝对市场优势；公司在市场上拥有和操作规模最庞大和功能最广泛的大型装备群，具有较强的竞争能力。
- ◆ **经营情况：**公司前三季度实现营业收入348.54亿元，同比增长3.54%，前三季度归母净利润为32.09亿元，同比增长31.28%，主要原因为大型装备出租率提升及海外半潜式钻井平台高日费项目有序运营。2025年第三季度营收115.33亿元（同比+3.60%），归母净利润12.46亿元（同比+46.13%）。

图：中海油服营业收入情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

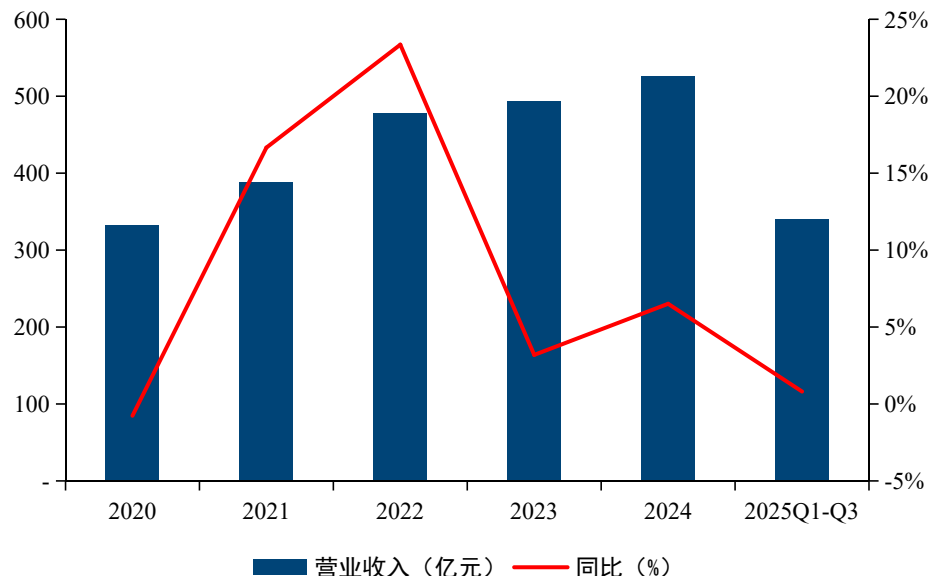
图：中海油服归母净利润情况



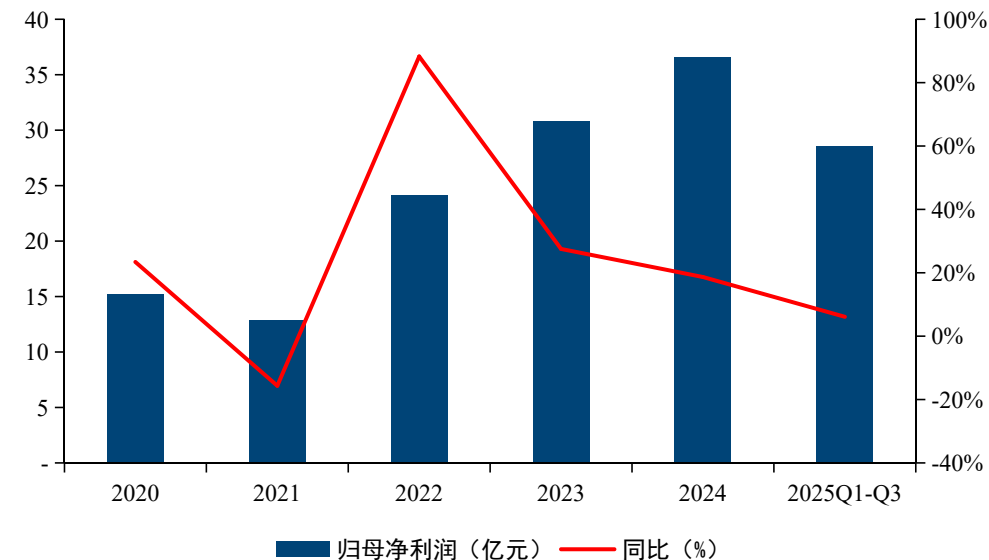
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- ◆ 公司主要围绕海洋石油生产环节，为海上油气资源的稳产增产提供技术及装备保障服务，并持续拓展陆上非常规油气田技术服务业务，同时通过物流、销售、配餐等能源物流服务提供全方位综合性生产及销售支持。形成能源技术服务、低碳环保与数字化、能源物流服务三大产业，成为能够提供一站式服务，拥有可持续发展能力的创新型企业。
- ◆ 经营情况：2025年前三季度，公司实现营收339.47亿元，同比增长0.81%。前三季度归母净利润为28.53亿元，同比增长6.11%。2025年第三季度公司实现营收113.50亿元（同比-5.75%），归母净利润10.23亿元（同比-4.51%）。

图：海油发展营业收入情况



图：海油发展归母净利润情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 一、原油价格大幅波动的风险；
- 二、原油需求不及预期的风险；
- 三、政策变动风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032