

中石油与中海油应对油价波动的战略比较分析

——国信期货研究所 范春华

一、行业背景概述

我国作为全球最大原油进口国，2024 年原油进口依存度达 72%，全年累计原油产量 2.13 亿吨，进口量 5.53 亿吨。基于此背景，国信期货研究所联合国信证券经济研究所化工团队，于 5 月 15 日对中石油及中海油开展专项调研，重点分析两家能源巨头的战略布局与风险管理策略。

二、中石油战略解析

（一）企业概况

中石油主营业务涵盖油气勘探开发、炼化销售、天然气输配及化工品生产，国内原油开采成本为 50-55 美元/桶。其套期保值业务主要通过境外贸易子公司开展，年交易规模显著。

（二）核心战略举措

1、动态产能调控机制

（1）建立油价敏感性分析模型，根据布伦特油价波动实施产量弹性管理。2025 年资本性支出计划贯彻低成本战略，通过全产业链协同优化资源配置，对边际效益为负的区块实施动态关停。

（2）依托技术进步实现吨油成本同比降低 3.2%，勘探开发综合成本较行业均值低 15%。

2、供应链价值重构

（1）构建原料适配体系：基于原油物性特征匹配炼厂加工装置，资源利用率提升至 92%。

（2）推进乙烷裂解项目：第三套 120 万吨乙烷制乙烯装置投产后，乙烯原料成本可降低 40%，预计贡献化工板块利润增量 18 亿元/年。

（3）多元化采购策略：覆盖全球 40 余种原油品类，通过期货工具对冲 80% 进口油价波动风险。

3、炼化转型升级路径

（1）“减油增化”成效显著：今年一季度乙烯产能利用率达 97.7%，新材料产量同比激增 37.5%。

（2）重点项目进展：吉林石化、广西石化乙烯项目投产后，高端聚烯烃产能将突破 500 万吨/年。

三、中海油战略解析

（一）企业概况

中海油业务涵盖海上油气开发、LNG 贸易及新能源布局，其中巴西一个项目原油开采成本 25-35 美元/桶。公司未开展原油期货套保业务，主要基于规避油价上行周期中套保操作可能对利润空间产生的压缩效应。

（二）核心战略特征

1、逆周期产能管理

（1）执行三年产量规划刚性：2024-2026 年产量复合增长率维持 6.5%，仅 2020 年因需求坍塌被动减产 10%。

（2）成本控制优势：桶油作业成本较国际同业低 30%，盈亏平衡点稳定于 40 美元/桶下方。

2、战略并购逻辑

（1）低油价窗口期配置逻辑：储备 80 亿美元并购专项资金，重点关注北美页岩油资产及东南亚天然气项目。

（2）资产组合优化：计划将深水油气资产占比从 35%提升至 50%，降低浅水高成本项目权重。

四、我国石化行业趋势研判

套保策略分化：中石油的全球化套保体系与中海油的现货敞口管理，反映陆上/海上油气资产风险特征的差异化。

能源转型节奏：中石油“气氢电非”综合能源站布局（2025 年目标 2000 座）与中海油海上风电装机规划（十四五末 5GW），预示传统能源企业转型路径分野。

五、买方机构需求分析

本次调研吸引保险公司、基金公司等多家机构参与，其关注焦点包括：

1、商品-权益联动研究需求：2021-2023 年布伦特油价与中海油股价相关性较高，机构亟需建立商品价格→企业 EBITDA→估值模型的传导框架。

2、衍生工具应用痛点：买方机构存在商品敞口对冲需求，但受限于《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》约束，需探索股指期货替代方案。

3、服务模式创新：建议构建“商品研究+金融工程”复合服务，通过波动率曲面建模、压力测试工具开发提升服务附加值。

4、付费模式探索：买方机构对券商研究服务传统付费模式是股票交易佣金派点，但是这个方式不适合期货公司（买方机构一般不直接参与商品期货交易）。买方机构一方面存在对商品期货研究服务的需求，另一方面，在对期货研究服务的付费模式方面可以考虑通过支付股指、国债期货交易佣金或者是期货投资咨询服务费用。

