

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

原油月报：

短期供应有损，降息提振需求

2024年9月报

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

马书蕾 投资咨询资格编号：S1060524070002

有色与新材料 强于大市（维持）

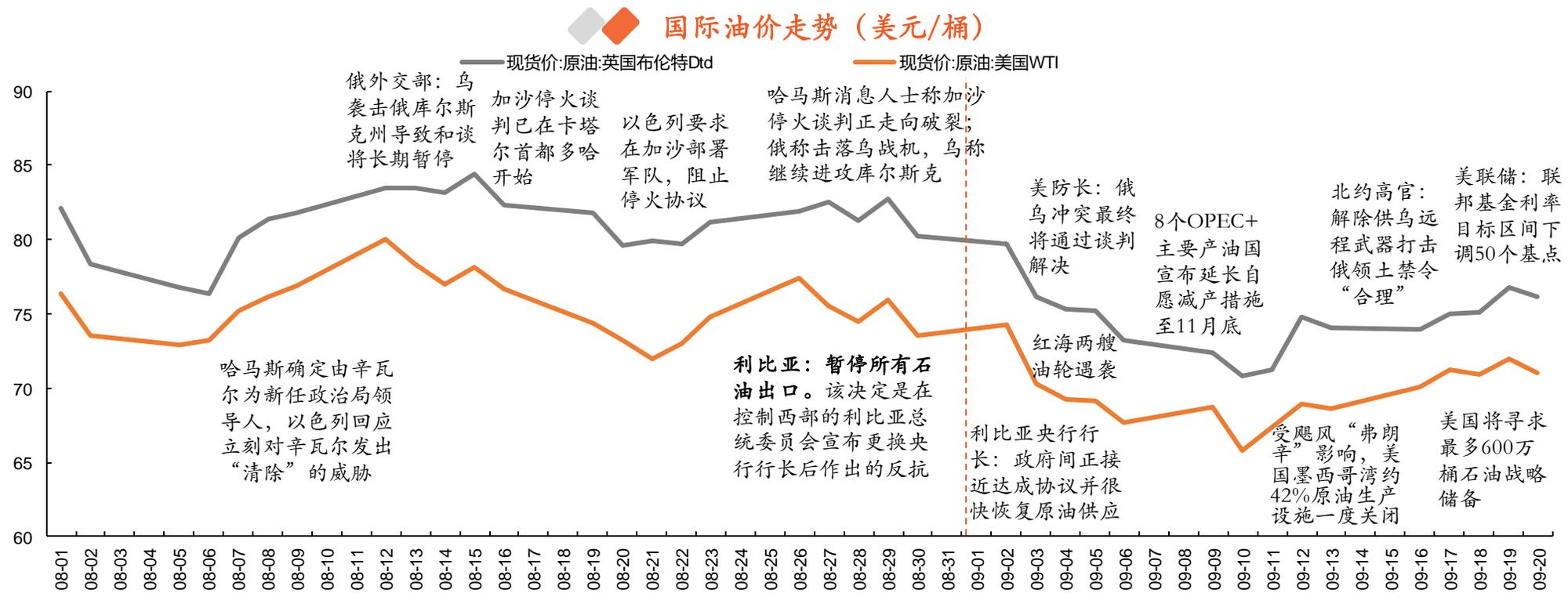
2024年9月25日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

* 核心观点：飓风造成短期供应较大损失，美联储降息刺激投机需求

- 国际油价回顾：9月以来，俄乌冲突因上月乌军大规模攻入库尔斯克州而处于焦灼状态，巴以冲突仍在边打边谈；此外，上月末利比亚西部政府控制下的总统委员会宣布更换央行行长引发其东部政府宣布将停止所有石油生产和出口的反抗举措，但本月初利比亚央行行长称：政府间正接近达成协议并很快恢复原油供应。地缘局势的边际缓和以及利比亚原油逐步恢复生产，叠加夏季出行旺季结束，美国汽油、馏分油等开始小幅累库，且美国劳工局公布的8月非农就业人数和失业率等经济数据仍低于市场预期，导致9月下旬布伦特油价持续降至70.8美元/桶左右(9月10日)。9月中下旬OPEC+延迟增产，缓解供应压力，同时美国受飓风“弗朗辛”影响，墨西哥湾约42%原油生产设施一度关闭，超预期的原油供应损失短期提振油价；9月18日美联储宣布降息50bp，市场预期美国经济将更大可能软着陆、衰退预期降温，美联储降息、美元预期走弱有利于刺激大宗品投机需求。**

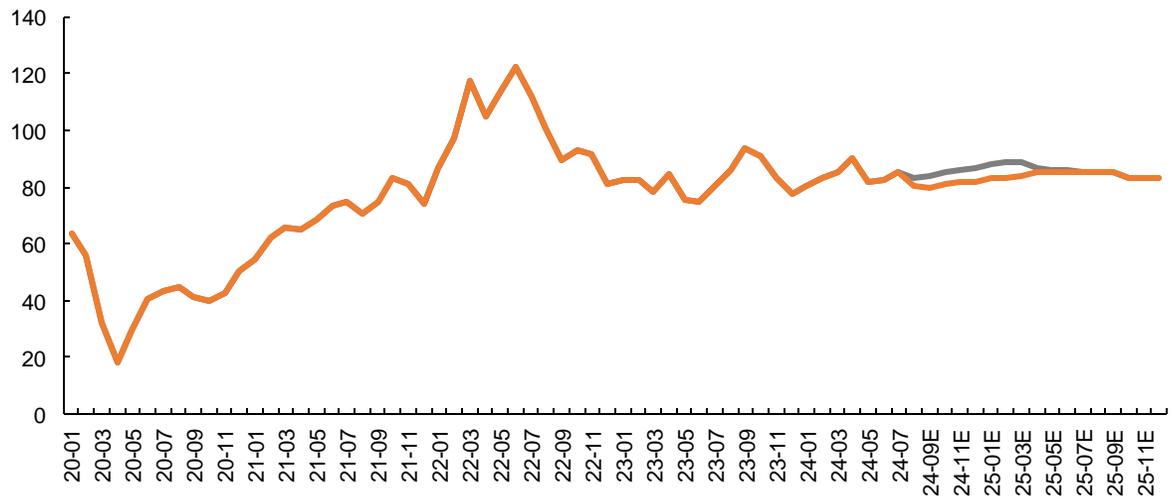


资料来源：Wind，平安证券研究所

* 核心观点：OPEC+延长减产缓解供应压力，短期原油仍呈去库状态

- **国际油价展望：**EIA(美国能源信息署)在9月报中预计布伦特原油价格将从9月初的74美元/桶升至12月的平均82美元/桶，并在2025年第一季度升至83美元/桶，主要是因为OPEC+延长自愿减产使全球石油库存持续减少；2025年布伦特油价均值为84美元/桶，较8月报预测同比下调2美元/桶，到2025年中期，随着OPEC+以及美洲国家的产量增长，市场将逐渐恢复库存建设。
- 参考EIA预期，结合IEA、EIA和OPEC对原油供需的预测（详见下文），2024年四季度OPEC+延续减产计划，美联储降息有望提振需求，叠加短期因部分地区极端天气影响供应，全球原油供需仍偏紧、整体或仍将呈去库状态，但由于欧美油改气、油改电取暖增多，24Q4取暖油旺季或表现一般，因此我们认为短期布伦特油价或位于70-85美元/桶的中低位区间震荡；而2025年油价中枢或小幅下移，一方面是供应端，OPEC+220万桶/日自愿减产计划自今年9月底后逐渐退出、产量预期增加，且以美国为首的美洲国家维持增产预期，或将导致全球原油供应有较大增幅，另一方面需求端，欧美经济增长趋缓，中国经济修复不及预期，叠加LNG（液化天然气）重卡和电动汽车渗透率的不断提升将持续挤占汽油和柴油需求，因此2025年全球原油供应增量或超过需求增量，呈现一定累库，综上判断，2025年油价运行区间或同比下降5-10美元/桶，和我们在上月报中的判断维持不变。

◆ EIA预测的国际布伦特油价走势
——8月报预测的布伦特油现货价（美元/桶）. ——9月报预测的布伦特油现货价（美元/桶）.



资料来源：EIA，平安证券研究所

OPEC：利比亚短期停产，OPEC+延迟增产，8月减产执行率提升

- 据OPEC(石油输出国组织)数据，2024年9月，OPEC 12国原油产量为26588千桶/日，较7月减少195千桶/日，主要是利比亚东西部政府政权博弈导致该国短期石油全面停产，现已陆续恢复生产。2024年8月，OPEC+产量为40656千桶/日，较上月减少304千桶/日，非OPEC国家中主要是哈萨克斯坦和俄罗斯继续减产，OPEC+整体减产执行率较上月有所提升。9月5日，欧佩克发表声明：8个国家决定将原定本月底到期的日均220万桶的自愿减产措施延长至2024年11月底（原定2024年9月底），缓和供应过剩压力。

8个OPEC+成员国自愿减产计划延长至2024年11月底

单位：千桶/日	2023.11-2024.9 自愿减产量	2024年1月-11月 配额量	自愿减产退出后 配额量	2025年配额量
阿尔及利亚	51	908	959	1007
伊拉克	220	4000	4220	4431
科威特	135	2413	2548	2676
沙特阿拉伯	1000	8978	9978	10478
阿联酋	163	2912	3075	3519
哈萨克斯坦	82	1468	1550	1628
阿曼	42	759	801	841
俄罗斯	500	8978	9478	9949
合计	2193	30416	32609	34529

资料来源：OPEC（石油输出国组织），平安证券研究所，注：7月产量数据根据8月报有所调整

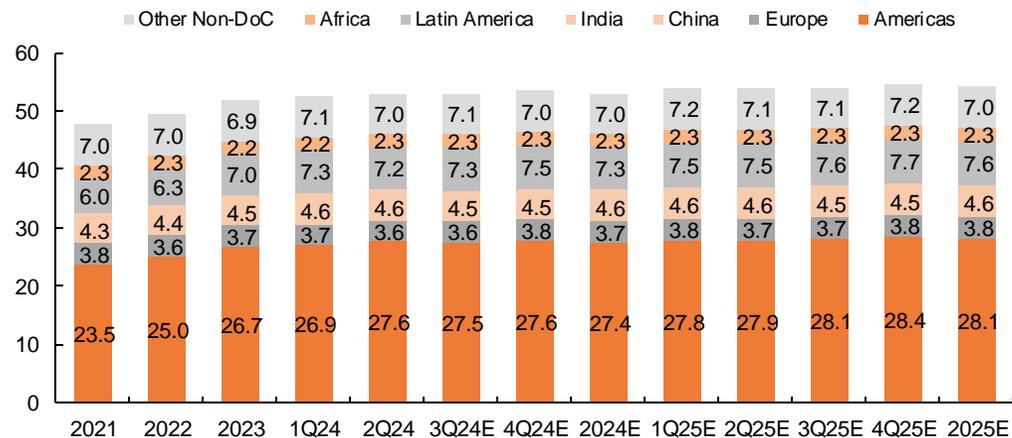
OPEC+8月产量及减产执行情况

单位：千桶/日	2024年7月产量	2024年8月产量	月环比变动	配额量	7月减产执行率	8月减产执行率
阿尔及利亚	908	909	1	908	100.00%	99.89%
刚果	252	266	14	277	109.92%	104.14%
赤道几内亚	57	58	1	70	122.81%	120.69%
加蓬	211	217	6	169	80.09%	77.88%
伊拉克	4278	4228	-50	4000	93.50%	94.61%
科威特	2414	2414	0	2413	99.96%	99.96%
尼日利亚	1391	1448	57	1500	107.84%	103.59%
沙特阿拉伯	9008	8983	-25	8978	99.67%	99.94%
阿联酋	2953	2958	5	2912	98.61%	98.44%
OPEC 9国合计	21472	21481	9	21227	98.86%	98.82%
伊朗	3273	3277	4			
利比亚	1175	956	-219			
委内瑞拉	863	874	11			
OPEC 12国合计	26783	26588	-195	21227		
阿塞拜疆	488	489	1	551	112.91%	112.68%
巴林	171	182	11	196	114.62%	107.69%
文莱	80	83	3	83	103.75%	100.00%
哈萨克斯坦	1565	1450	-115	1468	93.80%	101.24%
马来西亚	351	342	-9	401	114.25%	117.25%
墨西哥	1590	1608	18	1753	110.25%	109.02%
阿曼	765	770	5	759	99.22%	98.57%
俄罗斯	9089	9059	-30	8978	98.78%	99.11%
苏丹	25	26	1	64	256.00%	246.15%
南苏丹	53	59	6	124	233.96%	210.17%
Non-OPEC 合计	14177	14068	-109	14377	101.41%	102.20%
OPEC+合计	40960	40656	-304	35604	86.92%	87.57%

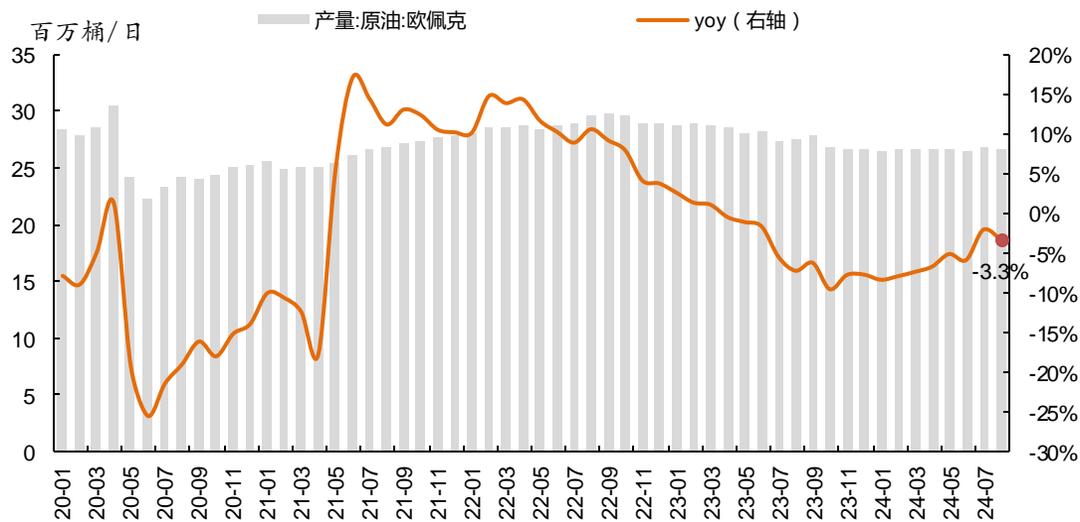
1.2 OPEC: 哈萨克斯坦兑现减产，美洲增产或主导未来供应增量

- 据OPEC数据，2024年8月，Non-OPEC DoC原油产量为1406.8万桶/日，环降10.9万桶/日，主要是超产国哈萨克斯坦、俄罗斯等国产量的下调，其中俄罗斯环比减产约3万桶/日，哈萨克斯坦减产11.5万桶/日、8月减产执行率已超100%，两国此前承诺对今年上半年的超产进行补偿性减产，补偿期将持续到2025年9月。
- 此外，据OPEC预计，2024年Non-DoC国家原油产量将同比增加约120万桶/日，2025年Non-DoC国家原油供应同比增量将在110万桶/日，与上月的评估均相同，预计主要增长动力将来自美国、加拿大、巴西等美洲国家以及北欧的挪威。

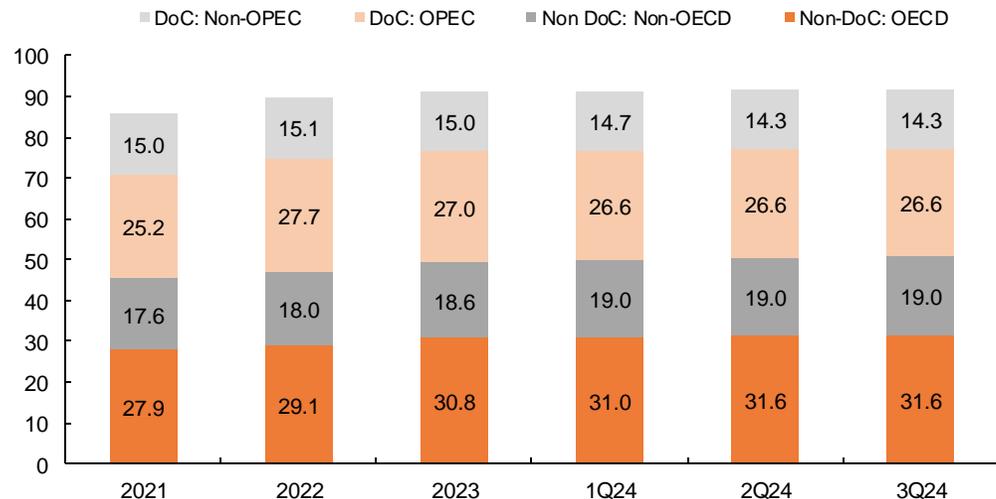
全球主要Non-DoC产油地区原油产量（百万桶/日）



OPEC国家原油月度日均产量



DoC及非DoC国家原油产量情况（百万桶/日）

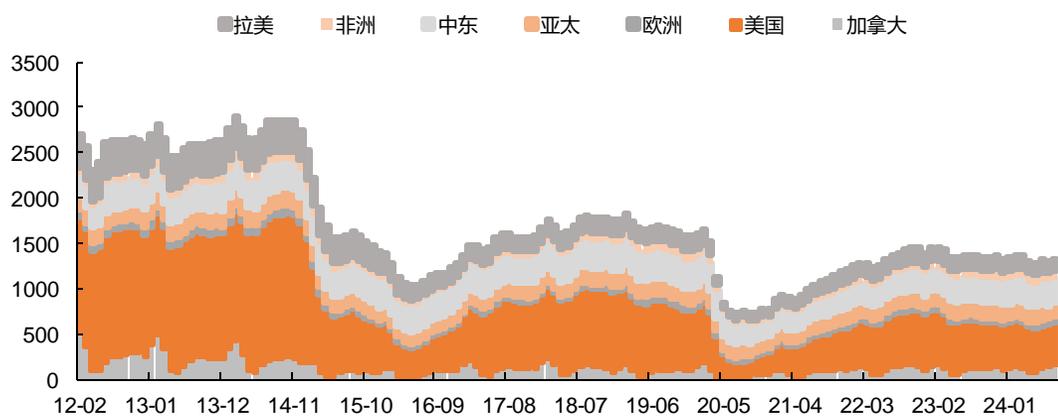


资料来源: Wind, OPEC, 平安证券研究所, 注: Non-DoC指未参加欧佩克和非欧佩克产油国合作宣言(联合削减石油产量行动组织)的国家

OPEC: 加拿大石油钻机数增加明显, 美国新钻井延续下降走势

- 据OPEC数据, 2024年8月全球钻机总数1806台、较2024年7月增加22台(其中石油钻机数1449台、环增28台; 天然气钻机数310台, 环减6台; 其他47台环比不变), 主要是加拿大新建油砂项目并扩建了部分地区油田设施, 8月加拿大钻机数环增25台。
- 据Wind, 2024年8月美国新钻井数866口、环减9口, 新增完井数919口、环增1口, 库存井5383口、环减53口, 美国新钻井继续减少, 部分库存井转为完井。

全球主要地区石油钻机数 (台)



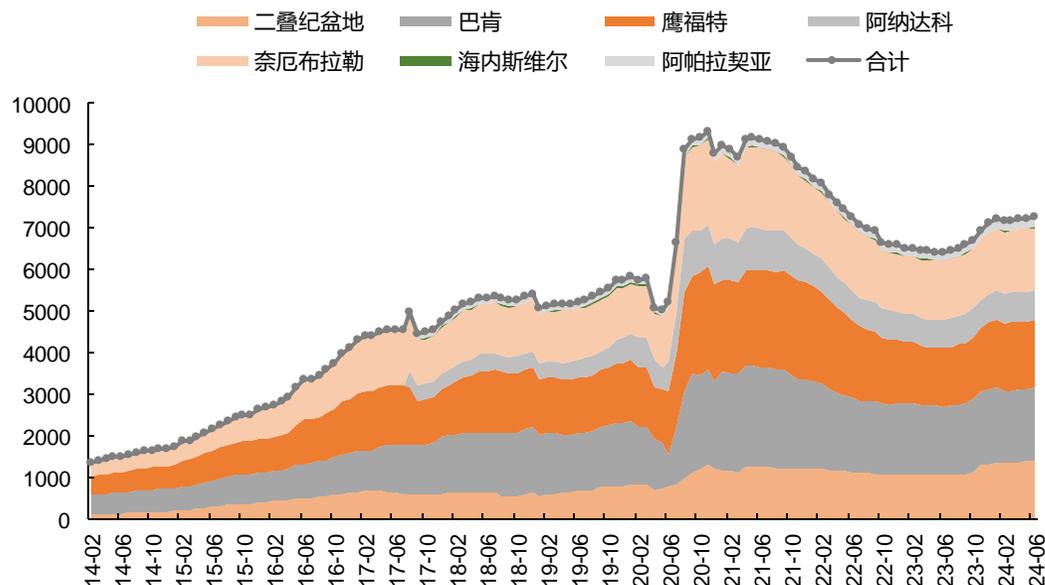
2024年6月和7月全球主要地区总钻机数 (台)

单位-部	美国	加南大	墨西哥	OECD欧洲	OECD亚太	其他亚洲	拉美	中东	非洲	OPEC	合计
2024.7	586	193	50	63	26	196	100	65	47	447	1784
2024.8	586	218	49	60	24	204	107	59	46	442	1806
环比	0	25	-1	-3	-2	8	7	-6	-1	-5	22

美国七大页岩油产区新增完井/新钻井/累计库存井数



美国七大页岩油田新井单口井原油日产量 (桶/日)

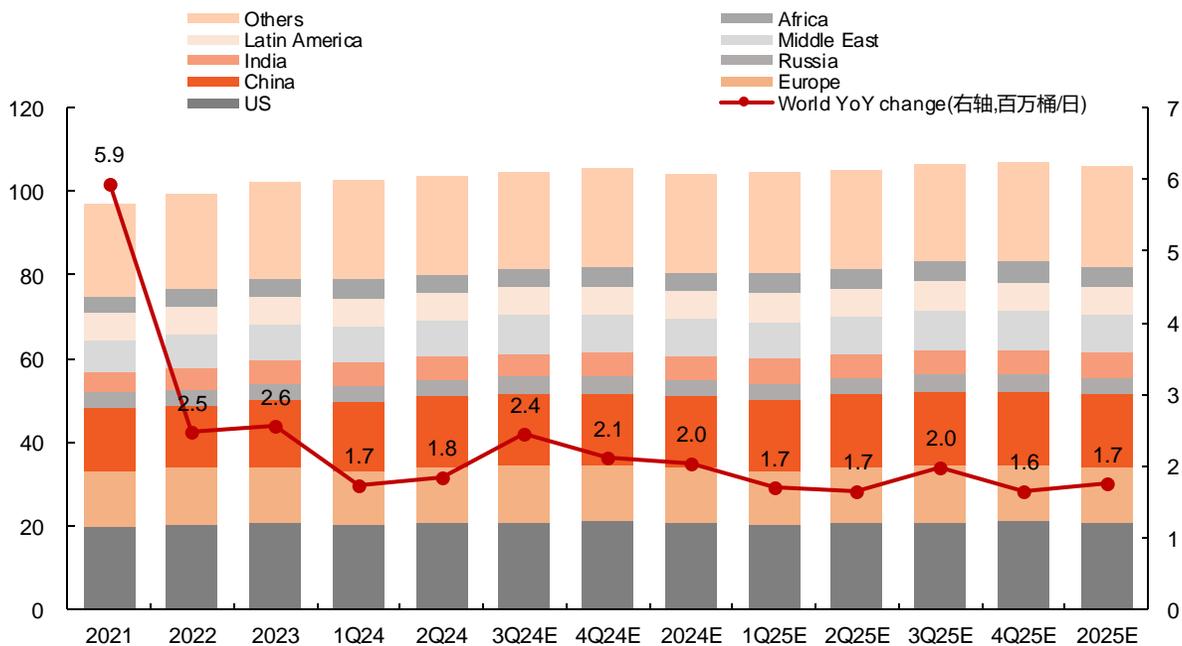


资料来源: OPEC, Wind, ifind, 平安证券研究所

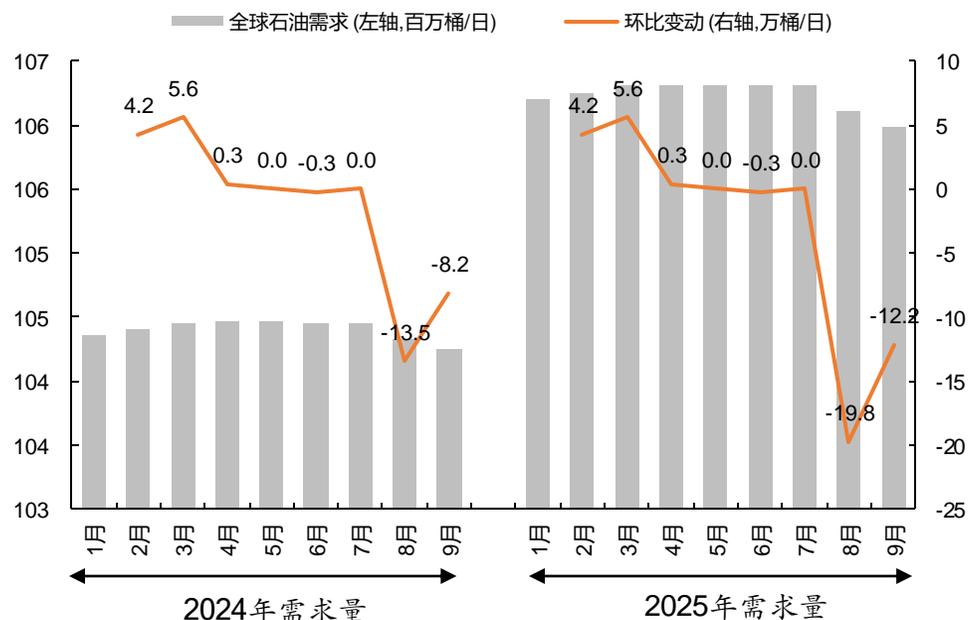
OPEC: 继续下调2024年和2025年全球石油需求预期

- OPEC继续下调2024年和2025年石油需求预期。**在2024年9月报中，OPEC预计2024年全球石油需求量为104.24百万桶/日（较上月报下调8.17万桶/日），同比增加203万桶/日，三季度增量主要来自夏季旅行对航空煤油和汽油的需求、公路运输（包括卡车运输）对柴油的需求，同时中国和中东炼油产能增加有望支撑四季度需求，但是地产行业相对疲软和液化天然气卡车、电动汽车的日益普及导致柴油和汽油需求表现不佳，**OPEC预计2024年中国石油产品需求同比增加约60万桶/日（较上月报下调约5万桶/日）。**OPEC预计2025年全球石油需求量为105.99百万桶/日（较上月报下调12.16万桶/日），同比增加174万桶/日，**主要是修正24Q1和24Q2实际需求数据和对中国石油需求增长预期减弱后的结果。**OPEC预计2024年和2025年世界经济增长分别为3.0%（较上月预测小幅上调）和2.9%（较上月预测持平）。

主要国家石油需求量情况（百万桶/日）



OPEC2024年1-9月报对2024和2025年全球石油需求预测

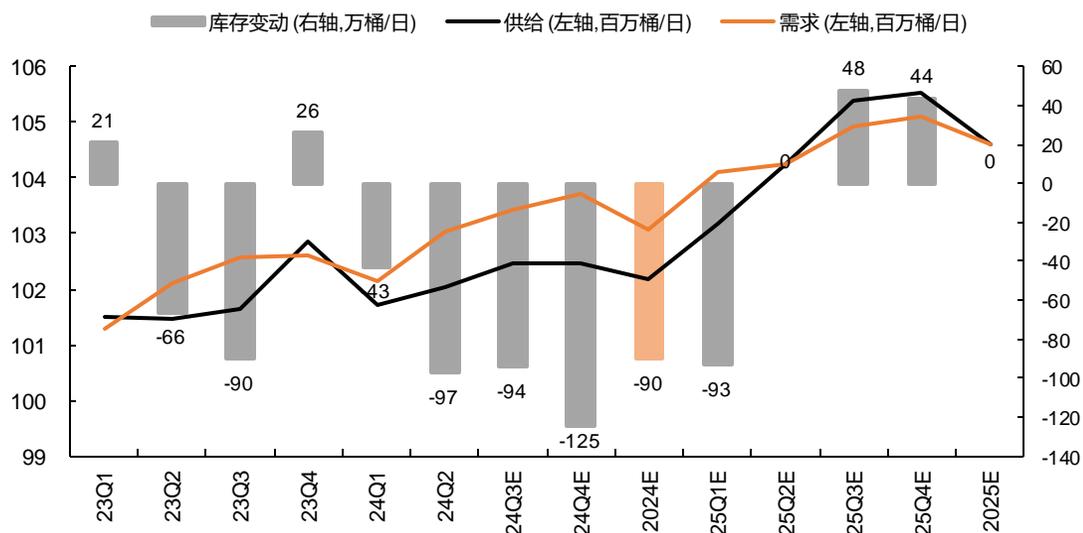


资料来源：OPEC，平安证券研究所，注：图1除全球需求同比变动为右轴，其余均为左轴，单位为百万桶/日

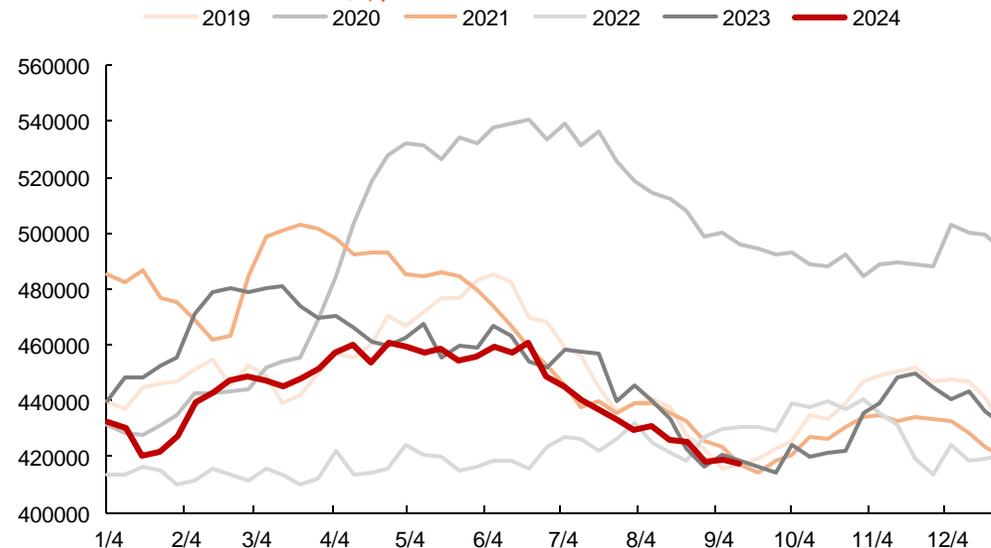
EIA：2024年四季度国际原油延续去库态势，2025H2或恢复累库

- 据EIA（美国能源信息署）2024年9月报预计，2024年第三、四季度，全球原油及相关液体燃料供需差分别为-94和-125万桶/日，较8月预测的-88和-66万桶/日有所扩大；2025年供需达到平衡，较上月预测的-11万桶/日收窄。以美国为代表的OECD商业原油库存延续下降走势，据EIA数据，截至8月底，OECD国家商业原油及石油产品库存为2814百万桶，较7月底下降1149万桶，其中，美国商业原油及石油产品库存为1271百万桶，较7月底下降1062万桶，近期美国能源部称，美国将寻求最多600万桶的石油来补充战略石油储备。
- EIA预计2024年四季度全球原油及相关液体燃料去库幅度加大，供应主要受欧佩克+延长自愿减产2个月、利比亚政局不稳定导致原油生产中断、红海航道油轮遇袭等因素影响，25Q1进一步去库93万桶/日（上月报预计去库104万桶/日），但是2025年中期后随着OPEC+自愿减产协议到期，国际原油或逐步恢复累库，EIA预计2025年下半年全球原油库存将平均增加约46万桶/日。

◆ EIA在2024年9月报测算的全球原油供需结构



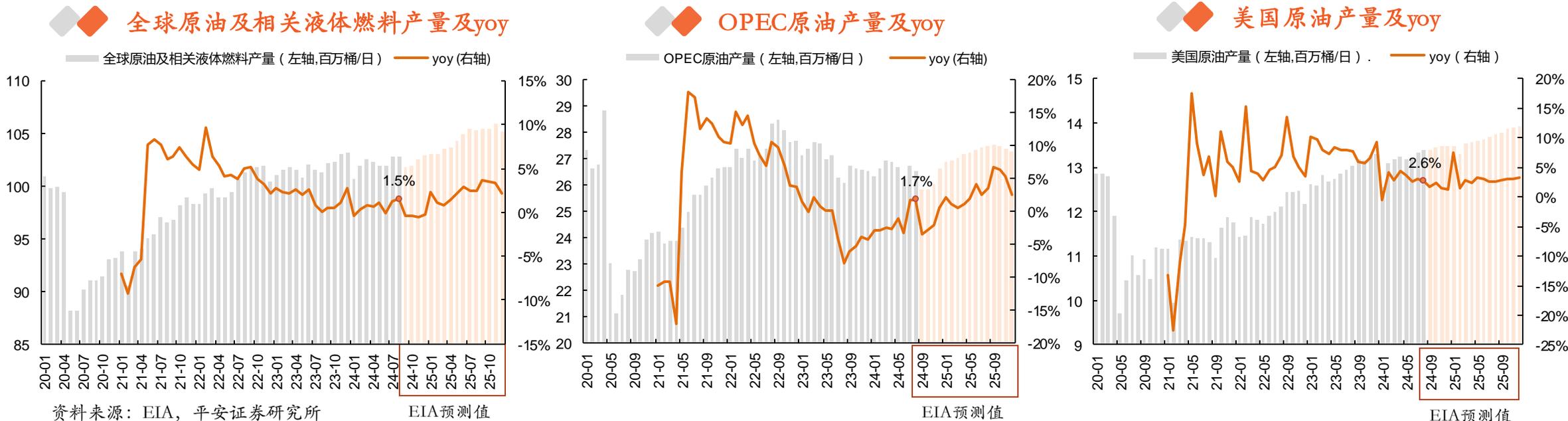
◆ 美国商业原油库存走势 (千桶)



资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所

2.2 EIA: OPEC+延长减产缓解2024年美洲国家增产带来的供应压力

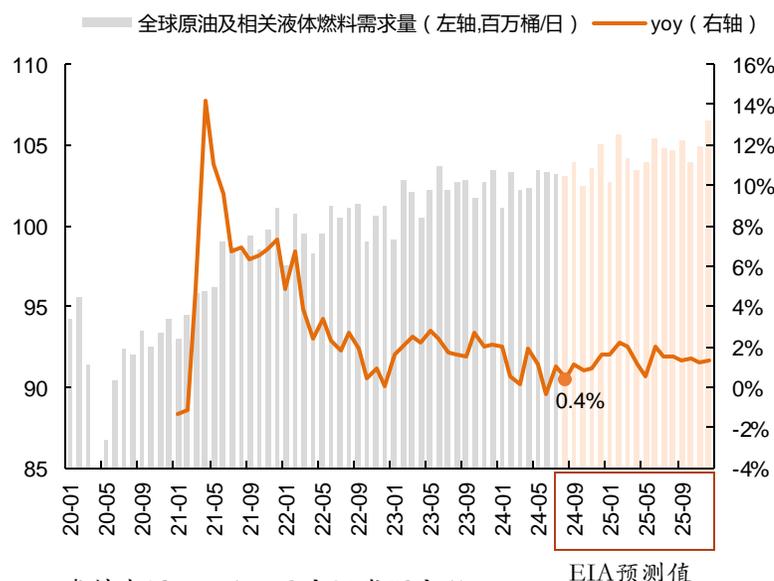
- 据EIA预测，2024年9月全球原油及相关液体燃料产量为101.8百万桶/日，环减101.1万桶/日，同减41.8万桶/日，其中OPEC国原油产量为25.83百万桶/日，环减71.1万桶/日，同减91.6万桶/日；美国原油产量13.40百万桶/日，环增0.36万桶/日，同增22.0万桶/日。
- OPEC+延长减产计划限制了2024年全球原油产量增长，2025年随着减产计划的退出OPEC+或增产约80万桶/日，以美国为主导的美洲国家仍将维持较快的增产态势。EIA最新月报预计，2024年全球原油及相关液体燃料产量为102.18百万桶/日（较上月报小幅下调18万桶/日），同比增加31万桶/日，虽然OPEC+国家因减产计划同比减少了约138万桶/日石油及其他液体燃料产量，但OPEC+以外国家同比增加了近170万桶/日，美国、加拿大、圭亚那、巴西的增长居首。EIA预计2025年全球原油及相关液体燃料产量为104.60百万桶/日（较上月报上调16万桶/日），同比增加242万桶/日，OPEC+自愿减产逐渐退出后，2025年OPEC+产量预计将同比增加约80万桶/日，美国预计增加超40万桶/日。



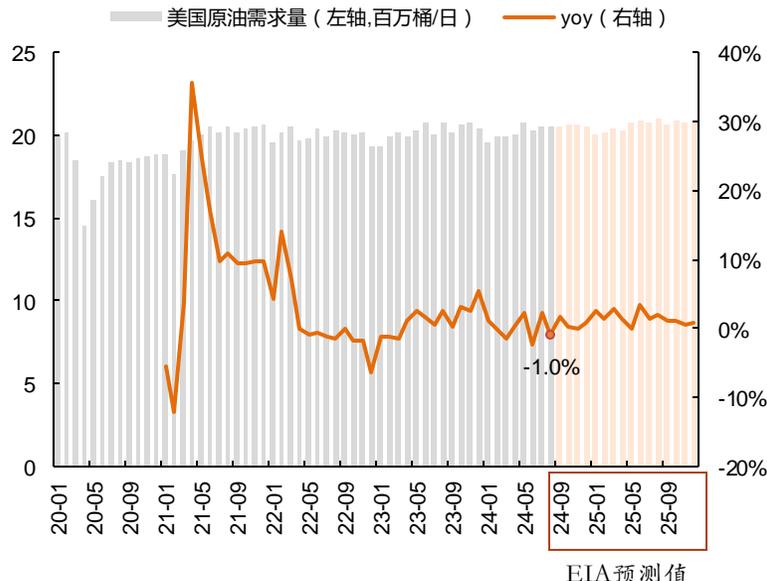
EIA：上调2024Q4需求预期，继续下调中国2025年原油需求预期

- 据EIA预测，2024年9月全球原油及相关液体燃料需求量为103.94百万桶/日，环增84.4万桶/日，同增111.8万桶/日。其中，美国原油需求量为20.48百万桶/日，环降7.2万桶/日，同增32.4万桶/日；中国原油需求量为16.63百万桶/日，环增84.8万桶/日，同减1.6万桶/日；欧洲原油需求量为13.58百万桶/日，环增38.2万桶/日，同增11.5万桶/日。
- 据EIA2024年9月报预测，2024年全球原油及相关液体燃料需求量为103.08百万桶/日（较上月报上调14万桶/日），同增94万桶/日，预期24Q4同增113万桶/日，欧美和日韩供暖季即将到来有望提振需求（11月-次年3月）；2025年需求量为104.55百万桶/日（较上月报下调13万桶/日），同比增加161万桶/天，下调2025年需求预期主因是中国和欧洲需求不及预期，中国的柴油、航空燃料消耗和原油炼油厂运营均在放缓，EIA预计2024年和2025年中国石油及液体燃料消费量同比增加约10和30万桶/日（较上月报下调18和2万桶/日）。

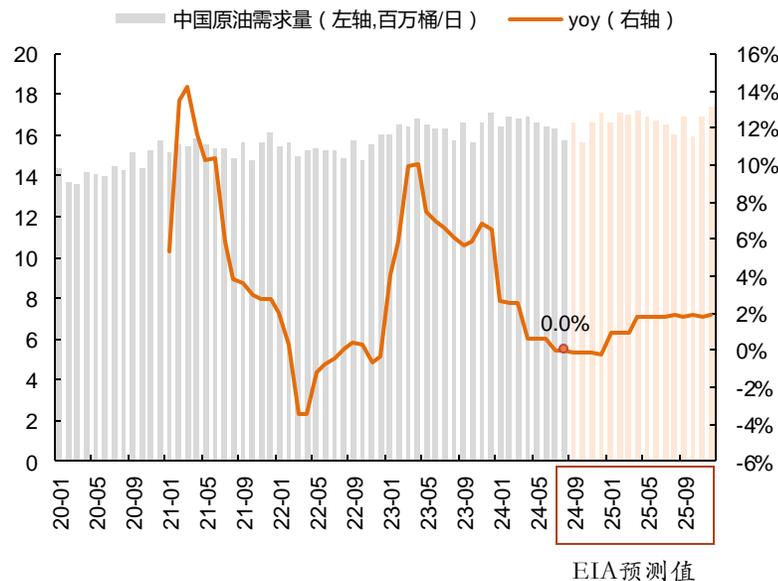
全球原油及相关液体需求



美国原油需求及yoy



中国原油需求及yoy

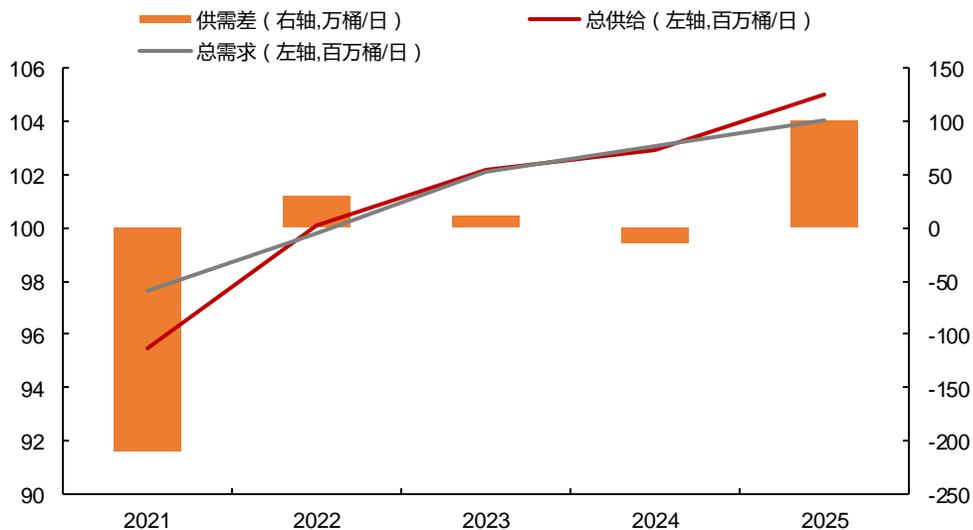


资料来源：EIA，平安证券研究所

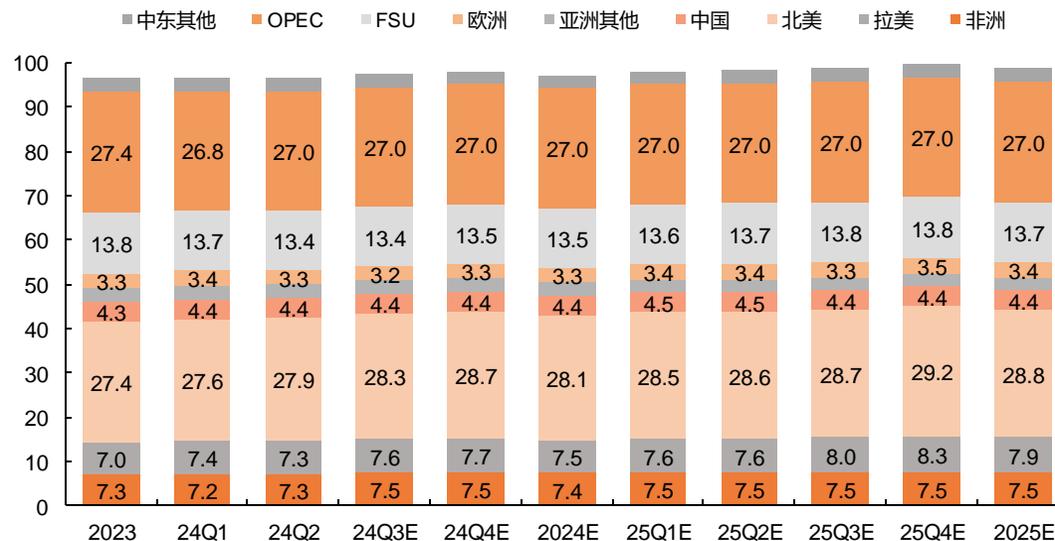
3.1 IEA：2025年OPEC+原油供应增加，全球需求增长明显放缓

- 供给端**，据IEA（国际能源署）2024年9月预计，2024年全球石油总供应平均为1.029亿桶/日，同增约66万桶/日，较上月预测不变；上调2025年供应预测，从1.049亿桶/日小幅上调至1.05亿桶/日，同增约210万桶/日。IEA预计2024年和2025年非欧佩克+产量均将增加约150万桶/日（主要是美国、巴西、加拿大、圭亚那等美洲国家驱动），2024年OPEC+的产量预计同比减少81万桶/日，随着自愿减产计划逐步退出后，2025年OPEC+产量将同比增加54万桶/日（较上月报上调14万桶/日），全球炼油厂吞吐量将增加44万桶/日。
- 需求端**，据IEA测算，2024年上半年全球石油需求同比增加80万桶/日，是2020年以来最低水平，远低于2023年上半年同比230万桶/日的增长，主要是中国石油需求较疲软，截至7月中国石油消费量连续四个月同比萎缩，与2023年疫后平均150万桶/日的需求增长形成鲜明对比，IEA最新9月报预计2024年中国石油需求仅同比增长18万桶/日，主要是经济增长放缓和电动汽车等替代燃料对成品油消费的挤占。IEA在2024年9月报中预计2024年和2025年全球石油需求同比增长90万桶/日和95万桶/日，较2023年的210万桶/日显著放缓。

◆ IEA预测的全球原油供需结构



◆ 全球原油供给 (百万桶/日, 不含其他液体燃料)

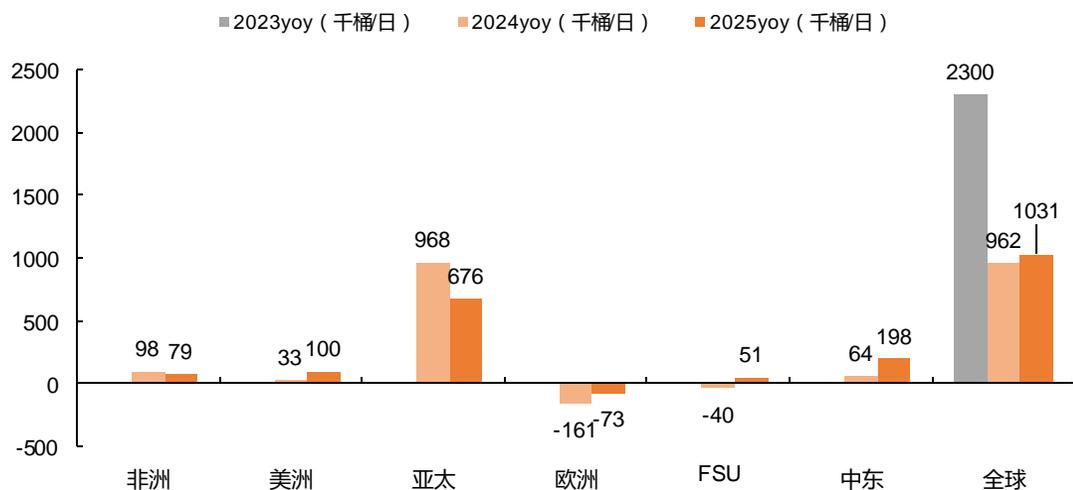


资料来源：IEA，平安证券研究所

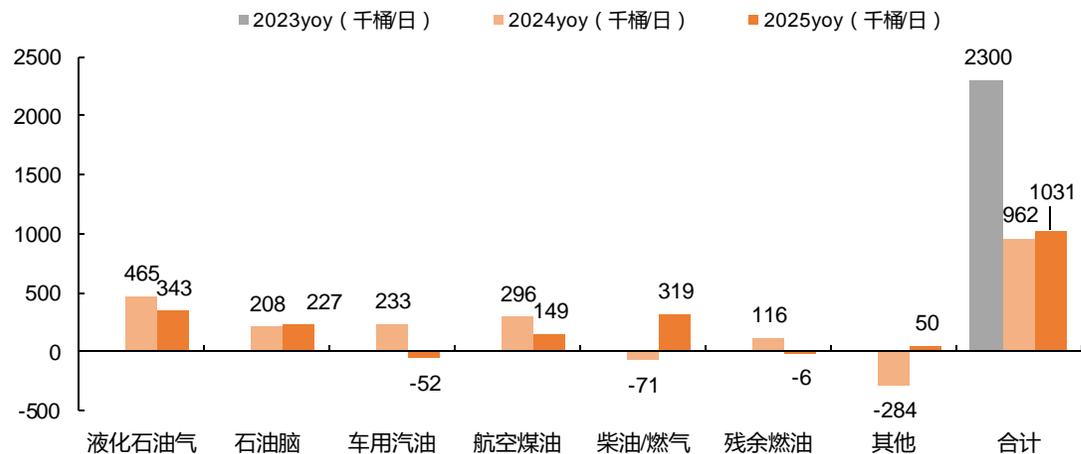
3.2 IEA：预测2024年OECD需求下降，石化原料贡献主要增量

- 需求端，分国家来看，IEA预计2024年全球石油需求增长将继续放缓，主因是美国和以中国为代表的亚洲国家炼油利润率持续走低、开工下滑，其中汽油的利润率尤其低。分下游成品油来看，石化原料正在重新占据主导地位，IEA预计将占2024和2025年需求增量的40%左右，车用汽油和航空煤油将为2024年贡献约233千桶/日和296千桶/日的需求增长，而柴油需求下滑主要因为我国地产相对不景气，加上LNG在公路运输上对其的替代。综上，IEA认为由于非欧佩克国家供应增长快于总体需求增长，即使OPEC+继续限制产量增加，全球原油仍可能面临供应过剩的风险，除非利比亚东西部政府政权博弈陷入长期僵局。

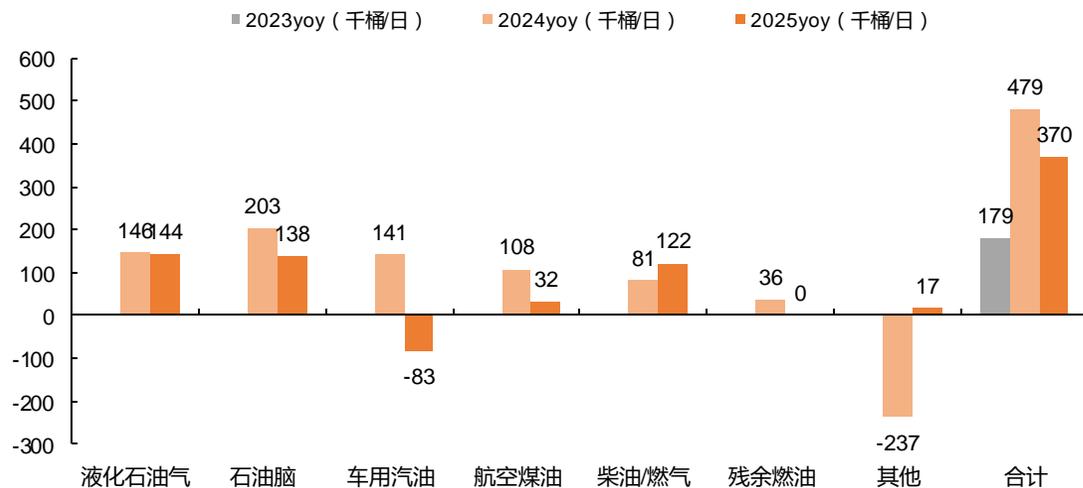
IEA预测的全球各地区原油需求变动



IEA预测的全球各成品油需求变动

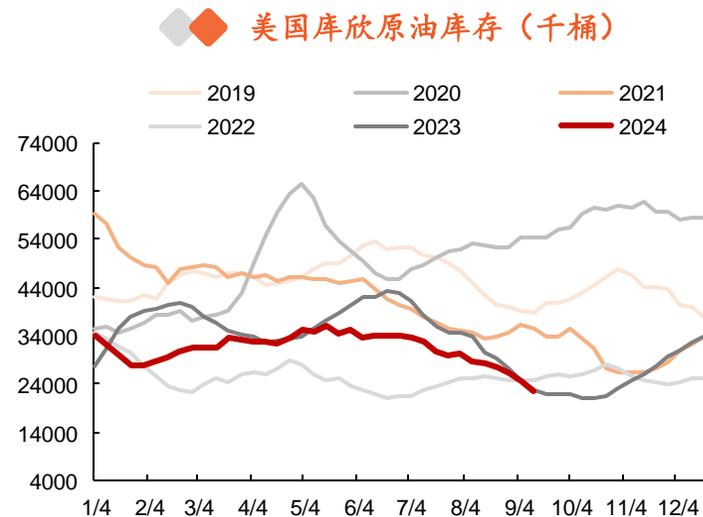
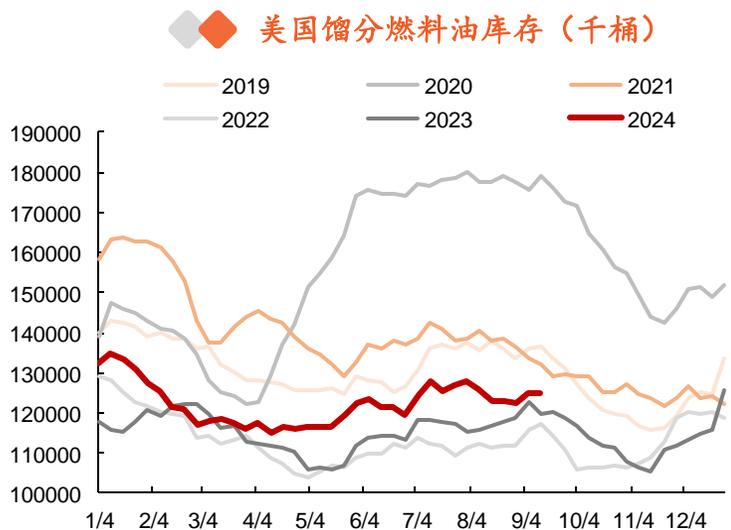
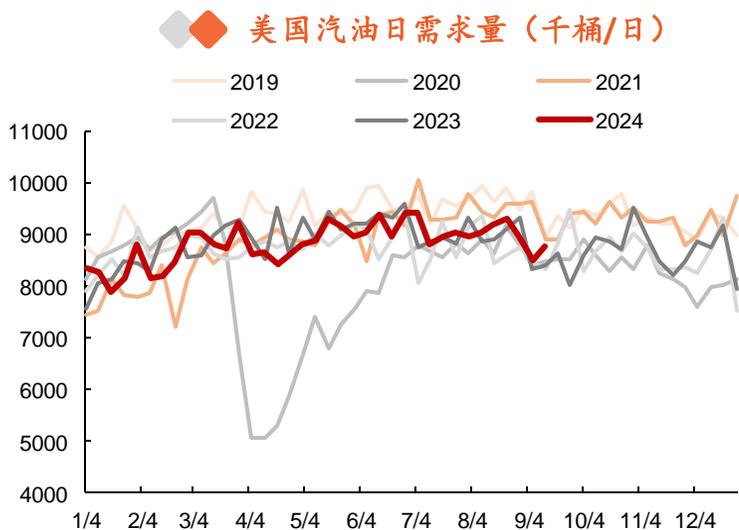
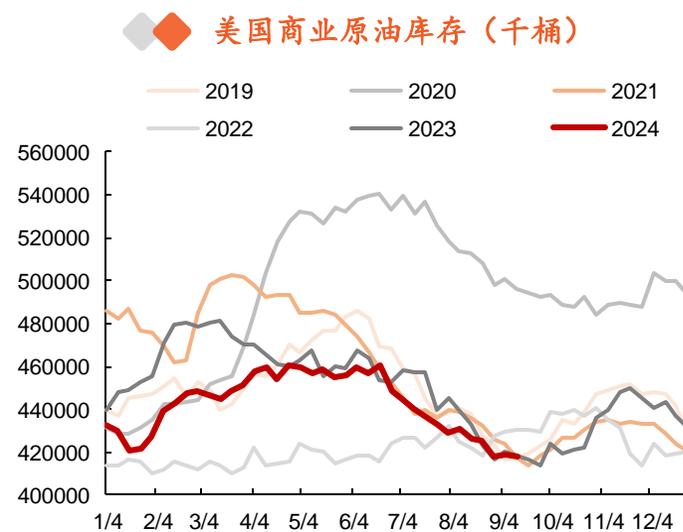
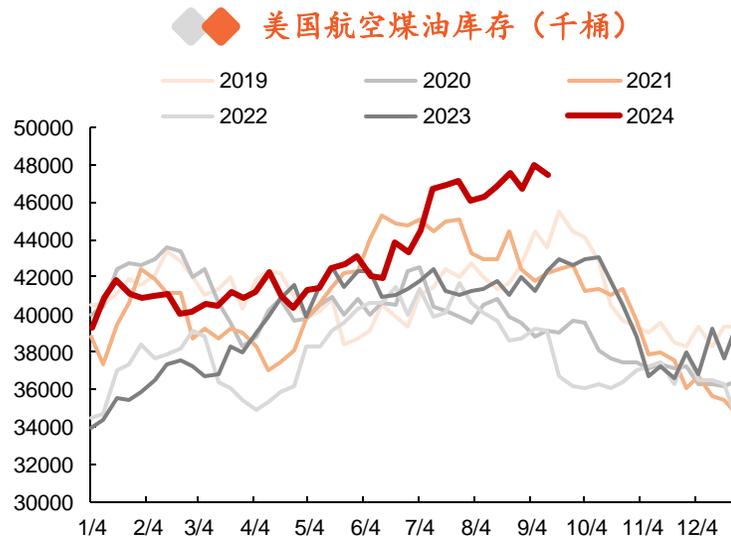
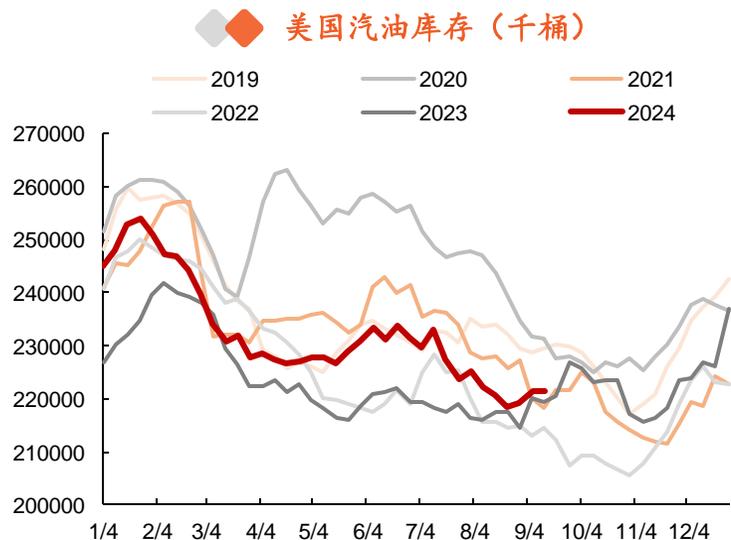


IEA预测的中国原油需求变动



资料来源：IEA，平安证券研究所，注：上述图中数据来自IEA可下载的2024年6月报

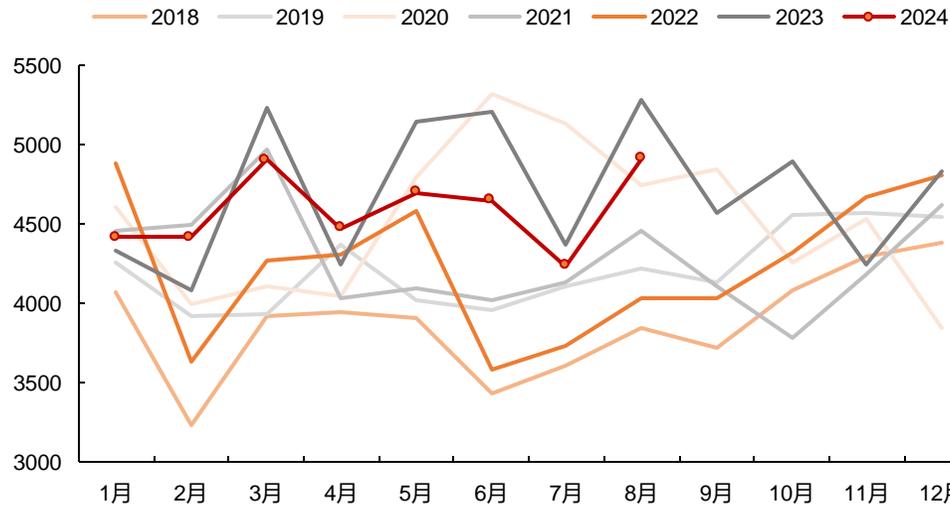
4.1 美国原油及成品油动态数据



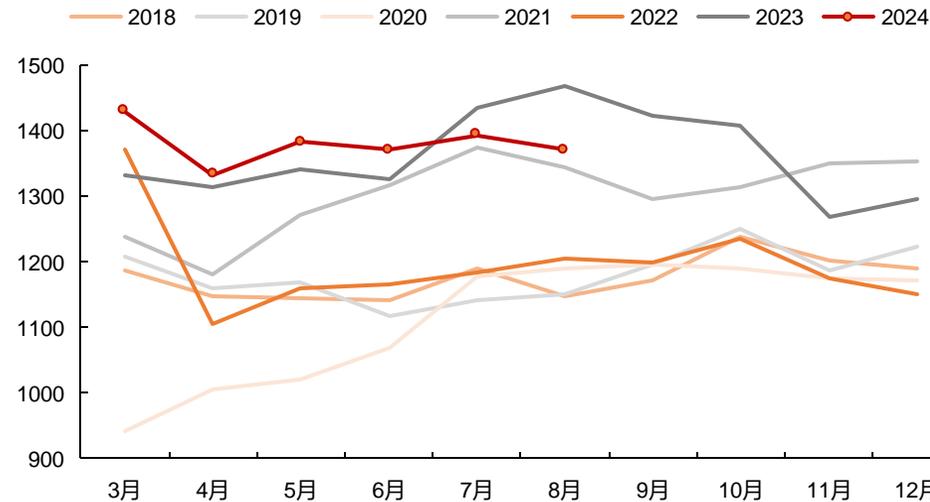
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 中国原油及成品油动态数据

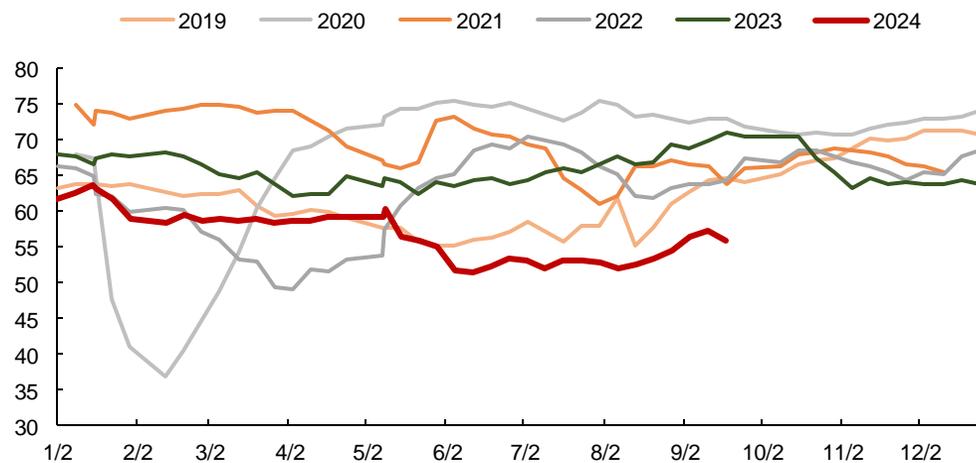
中国原油当月进口量 (万吨)



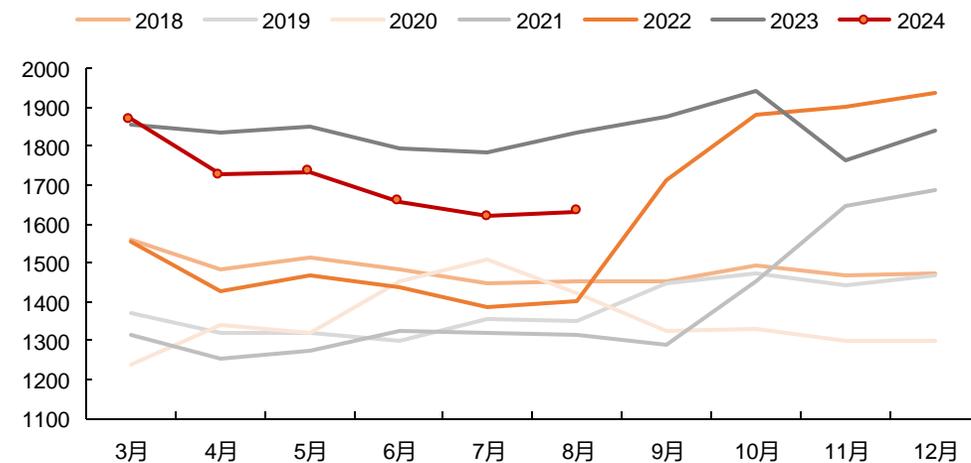
中国汽油月产量 (万吨)



中国山东地炼厂开工率 (%)



中国柴油月产量 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

- 我们认为短期来看，2024年四季度OPEC+延续减产计划2个月，美联储降息有望提振需求，叠加短期因部分地区极端天气影响供应，全球原油供需仍相对偏紧、整体或仍将呈去库状态，但由于欧美油改气、油改电取暖增多，24Q4取暖油旺季或表现一般，因此我们认为短期布伦特油价或位于70-85美元/桶的中低位区间震荡；但2025年受OPEC+自愿减产计划逐步退出和美国等美洲国家增产导致的供应增量提升，加上欧美等国经济增长趋缓，LNG重卡和电动汽车日益普及对汽柴油需求的挤占，或导致2025年全球原油需求增量不及供给增量，但在OPEC+主要产油国平衡财政收支的高油价诉求和美国页岩油相对高开发成本支撑下，国际原油价格下方空间相对有限，我们预计2025年布伦特油价或同比下降5-10美元/桶。
- 虽然基本上我们认为短期供需仍偏紧、中期或由紧转松，价格端我们认为短期油价尚存较强支撑、中期油价有向下承压的担忧，但地缘局势的动荡使得能源独立的重要性进一步凸显，传统能源的开发支出有望再次上行，我们认为油气勘探力度加大、增储上产目标明确、海外市场开拓潜力较大、技术处国际先进水平的头部油服企业仍具有价值挖掘空间，建议关注：**海油工程、中海油服**。同时，随着国家能源安全战略的深入实施，炼化一体化项目建设的推进，国际油价震荡对于龙头企业业绩的影响趋减，“三桶油”作为国家能源安全的重要保障，有望持续受益于相关政策支持，建议关注：**中国石油、中国海油、中国石化**。

- 1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险：若欧美经济持续走弱、中国等新兴经济体消费回暖不及预期，则可能导致国际原油需求不振，基本面判断面临重估风险；
- 2) 供应扰动的风险：OPEC+改变原油供应计划，调整增减产计划的风险；美国油企资本开支调整，页岩油产量释放速度、钻机开工数等均存在较大不确定性；
- 3) 货币政策发挥作用的不确定性：美联储降息周期开启，但其对经济和原油需求发挥的作用仍具较大不确定性；
- 4) 地缘局势的不确定性：地缘政治局势的变化会造成油价走势的较大扰动；
- 5) 能源迭代的风险：新能源加速替代传统能源的风险，全球2050年净零排放政策调整的风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

分析师声明及风险提示：

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。