

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：

基本面担忧仍是油价交易主线

2024年10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10月25日

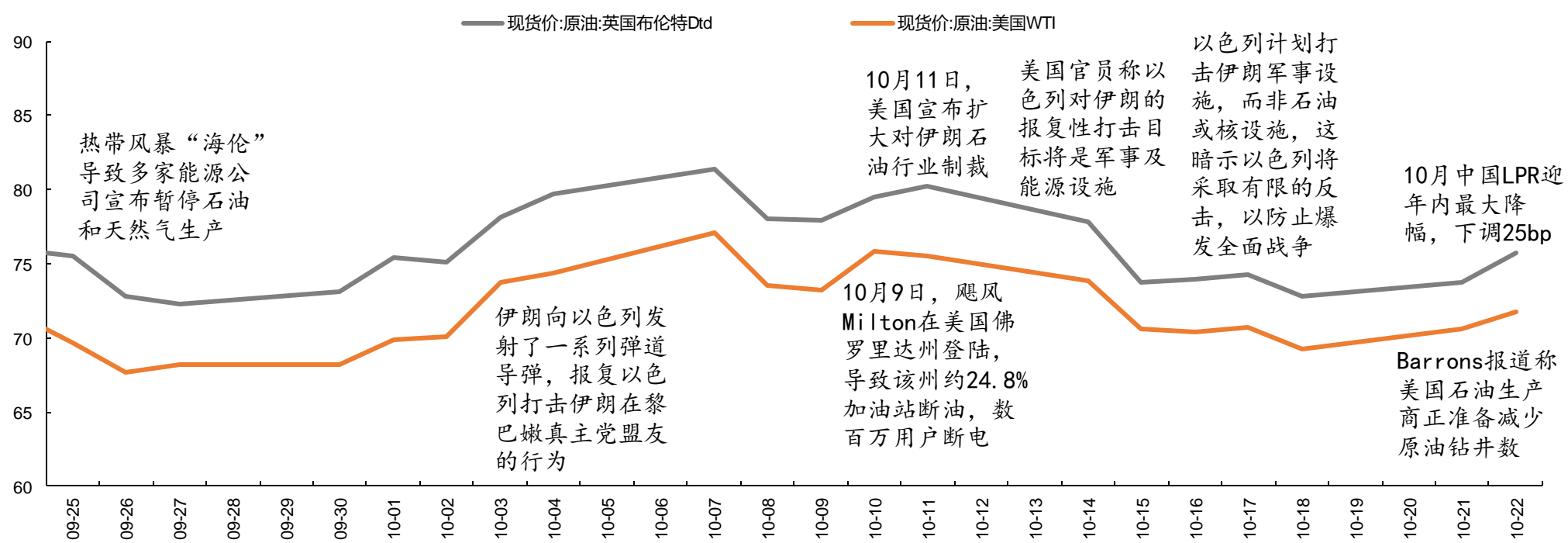
请务必阅读正文后免责条款

平安证券

* 核心观点：短期地缘情绪变化扰动油价，后市基本面担忧仍是主线

- 国际油价回顾：10月上旬，以色列和黎巴嫩真主党武装冲突加剧，伊朗向以色列发射超180枚弹道导弹，以色列扬言报复，中东局势紧张化短期推涨油价；10月中下旬，以色列总理在与拜登政府的通话中表示，计划打击伊朗的军事设施，而不是石油或核设施，且目前以色列仍未对伊朗进行实质性报复行动，受地缘政治风险降温影响，油价重新回落。基本上，中国“金九银十”旺季接近尾声，汽柴油需求逐步转淡，炼油厂低利润导致开工较难回升，终端需求疲弱仍是抑制原油消费的主因，10月21日中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布中国10月LPR迎年内最大降幅，下调25BP，提高市场对后续经济刺激作用的预期；截至10月22日，美国商业原油重新呈小幅去库，美国和亚洲汽柴油延续去库态势，冬季供暖旺季来临，柴油需求有望回暖。

◆ 国际油价走势（美元/桶）



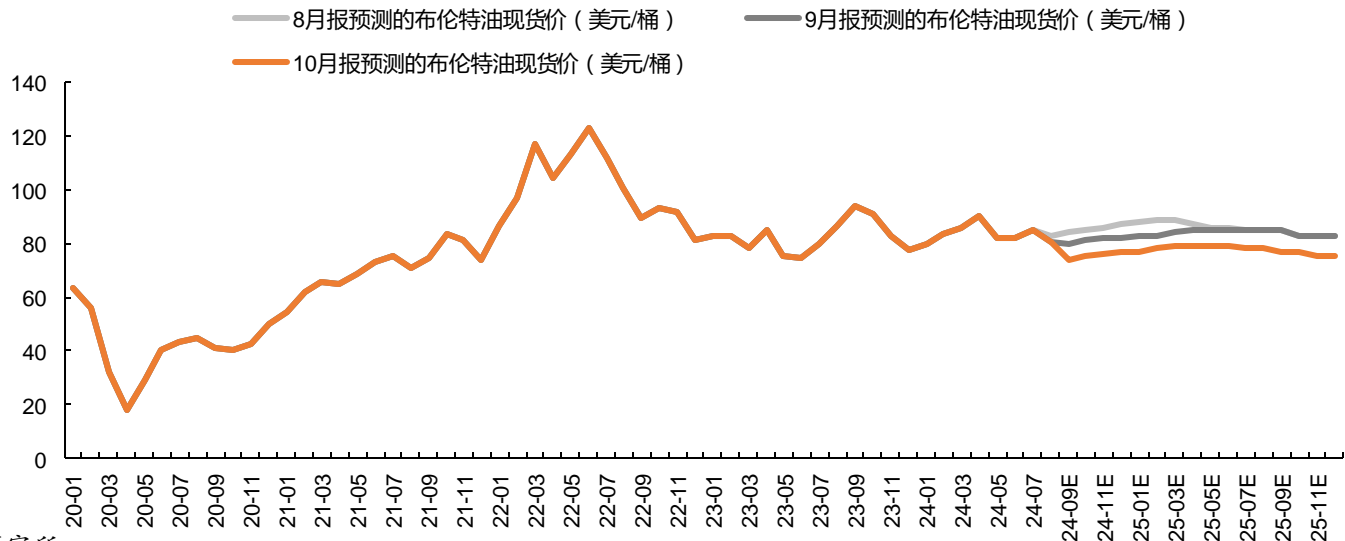
资料来源：Wind，平安证券研究所



核心观点：短期成品油延续去库，中期基本面担忧仍是交易主线

- **国际油价展望-机构预测：**EIA(美国能源信息署)在10月报中预计2025年布伦特油价均值为78美元/桶，较9月报的预测下调了7美元/桶，虽然中东局势的升温增加了石油供应中断和原油价格进一步上涨的可能性，但是对需求的悲观预期还是使得机构下调了对原油价格的预测，随着全球产量增长开始超过全球石油需求增长，EIA预计石油库存将在2025年下半年平均增加近60万桶/日。
- **国际油价展望-本报告预测：**近期OECD商业原油库存小幅减少，美国和亚洲汽柴油延续去库态势，基本面小幅改善，叠加冬季供暖旺季将来临，柴油需求有望回暖，但由于欧美油改气、油改电取暖增多，旺季取暖油需求可能存在不及预期的情况，此外由于利比亚原油生产和出口恢复，沙特和俄罗斯出口增长明显，供应端的压力仍较大。参考历年四季度需求和油价普遍低于三季度的情况，我们认为24Q4布伦特油价或位于70-85美元/桶的中低位区间震荡，较Q3环比下降5美元/桶左右。**2025年油价中枢或进一步下移：**一方面供应端，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，中国经济未见明显修复迹象，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



资料来源：EIA，平安证券研究所

OPEC：利比亚短期停产和伊拉克减产提升9月OPEC+减产执行率

- 据OPEC(石油输出国组织)数据, 2024年9月, OPEC 12国原油产量为26044千桶/日, 较7月减少604千桶/日, 主要是利比亚8月末因政权博弈石油全面停产、导致9月产量环比降幅较大, 但目前已恢复至正常水平, 此外, 伊拉克持续减产至配额量附近。9月, OPEC+产量合计为40104千桶/日, 较上月减少558千桶/日, OPEC+整体减产执行率较上月小幅提高。展望后市, 10月利比亚全面复产, 沙特降低官价后出口明显增加, 阿联酋增产意愿较强, OPEC+自愿减产计划11月底退出, 供应压力或增大。

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

OPEC+8月和9月产量及减产执行情况

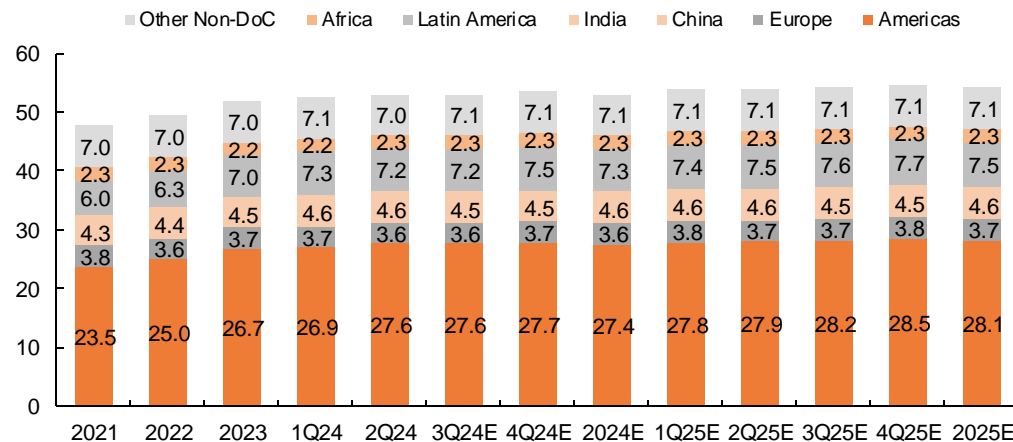
单位：千桶/日	2024年8月产量	2024年9月产量	月环比变动	配额量	8月减产执行率	9月减产执行率
阿尔及利亚	910	909	-1	908	99.78%	99.89%
刚果	264	254	-10	277	104.92%	109.06%
赤道几内亚	57	60	3	70	122.81%	116.67%
加蓬	217	211	-6	169	77.88%	80.09%
伊拉克	4267	4112	-155	4000	93.74%	97.27%
科威特	2418	2430	12	2413	99.79%	99.30%
尼日利亚	1438	1405	-33	1500	104.31%	106.76%
沙特阿拉伯	8994	8971	-22	8978	99.83%	100.07%
阿联酋	2964	2958	-6	2912	98.26%	98.44%
OPEC 9国合计	21528	21311	-217	21227	98.60%	99.61%
伊朗	3295	3316	21			
利比亚	950	540	-410			
委内瑞拉	875	877	2			
OPEC 12国合计	26648	26044	-604	21227		
阿塞拜疆	482	488	6	551	114.41%	112.91%
巴林	160	156	-4	196	122.50%	125.64%
文莱	84	85	1	83	98.81%	97.65%
哈萨克斯坦	1471	1545	74	1468	99.82%	95.02%
马来西亚	346	348	2	401	115.90%	115.23%
墨西哥	1595	1593	-2	1753	109.91%	110.04%
阿曼	766	765	-1	759	99.09%	99.22%
俄罗斯	9029	9001	-28	8978	99.44%	99.74%
苏丹	27	27	0	64	237.04%	237.04%
南苏丹	54	52	-2	124	229.63%	238.46%
Non-OPEC 合计	14013	14060	47	14377	102.60%	102.25%
OPEC+合计	40661	40104	-558	35604	87.56%	88.78%

资料来源：OPEC（石油输出国组织），平安证券研究所，注：8月产量数据根据10月报有所调整

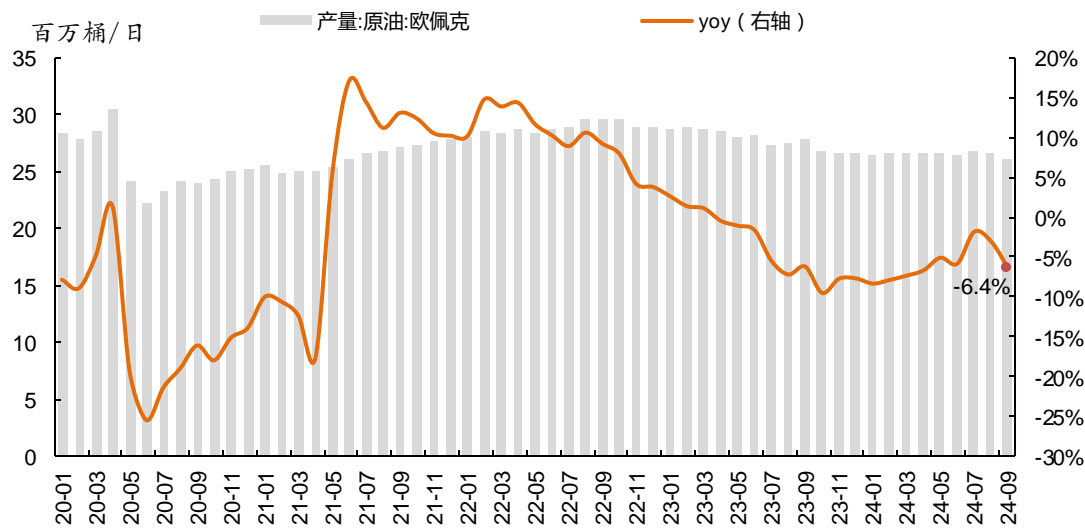
1.2 OPEC: 俄罗斯保持减产至配额附近, 美洲增产或主导未来供应增量

- 据OPEC数据, 2024年9月, Non-OPEC DoC原油产量为14060千桶/日, 环增47千桶/日, 非OPEC国家产量增加主要是哈萨克斯坦超产、减产执行率下滑所致, 俄罗斯继续保持产量下调至配额量附近, 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123万桶/日, 2025年Non-DoC国家原油供应同比增量将在111万桶/日, 略高于上月的预测值, 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。

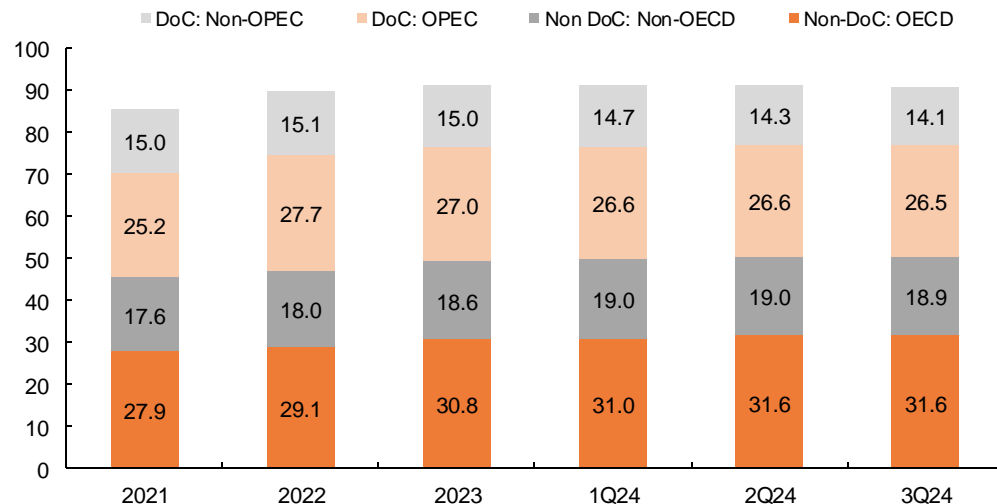
全球主要Non-DoC产油地区原油产量 (百万桶/日)



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)

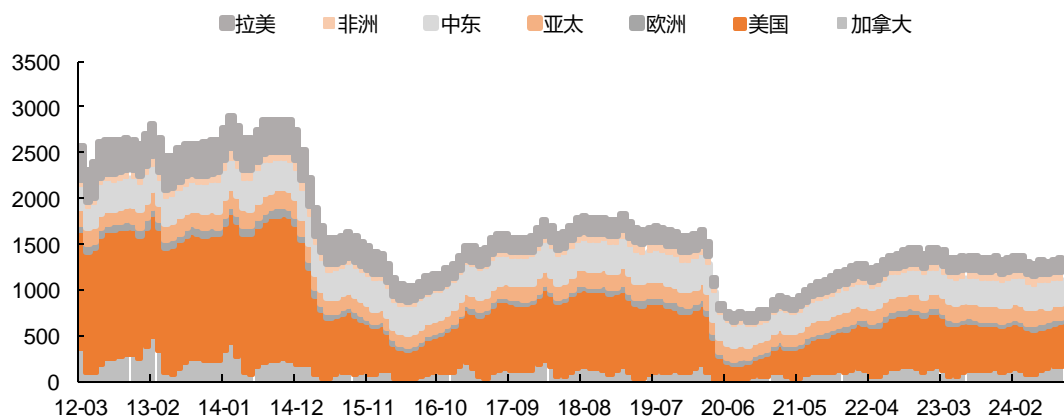


资料来源: Wind, OPEC, 平安证券研究所, 注: Non-DoC指未参加欧佩克和非欧佩克产油国合作宣言(联合削减石油产量行动组织)的国家

OPEC: 欧亚部分国家小幅增加钻机数, 美国库存井数持续减少

- 据OPEC数据, 2024年9月全球钻机总数1822台、较2024年8月增加16台(其中石油钻机数1458台、环增9台, 天然气钻机数308台、环减2台; 其他56台、环增9台), 9月主要是欧亚部分国家钻机数环比有所增加, 美国钻机数整体保持稳定。
- 据Wind, 2024年9月美国新钻井数900口、环减5口, 新增完井数920口、环增1口, 库存井5315口、环减20口, 美国新钻井小幅减少, 新增完井数主要由部分库存井转为完井贡献, 库存井数持续下行。

全球主要地区石油钻机数 (台)

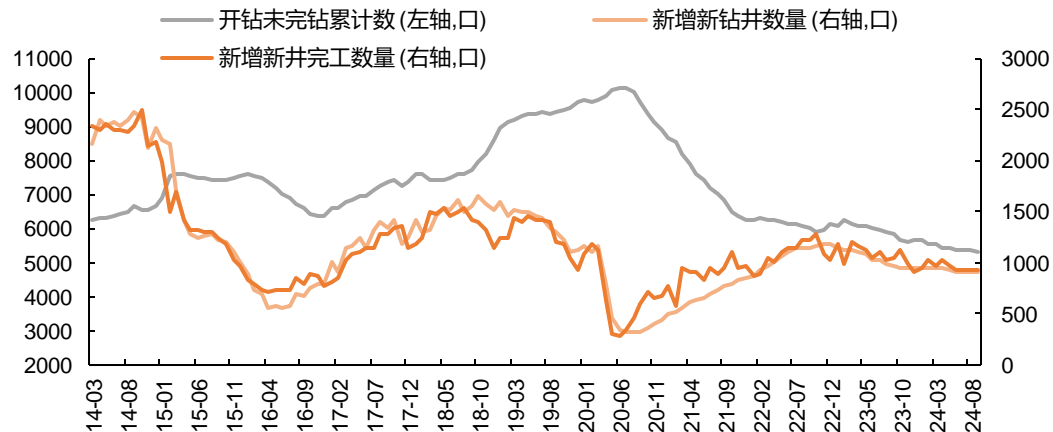


2024年三季度各月全球主要地区总钻机数 (台)

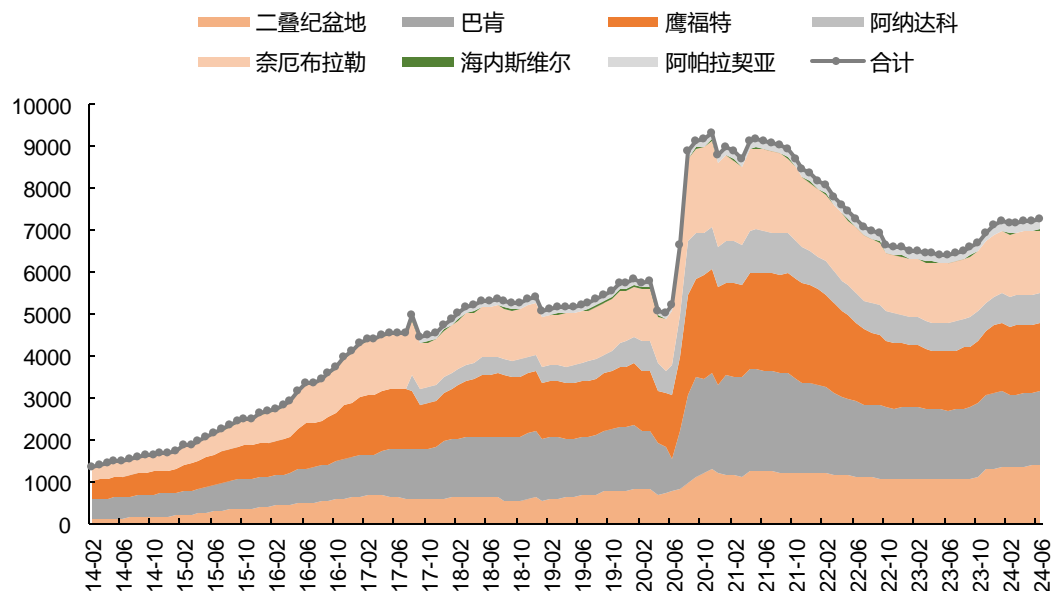
单位-部	美国	加拿大	墨西哥	OECD欧洲	OECD亚太	其他亚洲	拉美	中东	非洲	OPEC	合计
2024.7	586	193	50	63	26	196	100	65	47	447	1784
2024.8	586	218	49	60	24	204	107	59	46	442	1806
2024.9	587	217	48	65	27	214	105	61	46	441	1822
9月环比	1	-2	-1	5	3	10	-2	2	0	-1	16

资料来源: OPEC, Wind, ifind, 平安证券研究所

美国七大页岩油产区新增完井/新钻井/累计库存井数



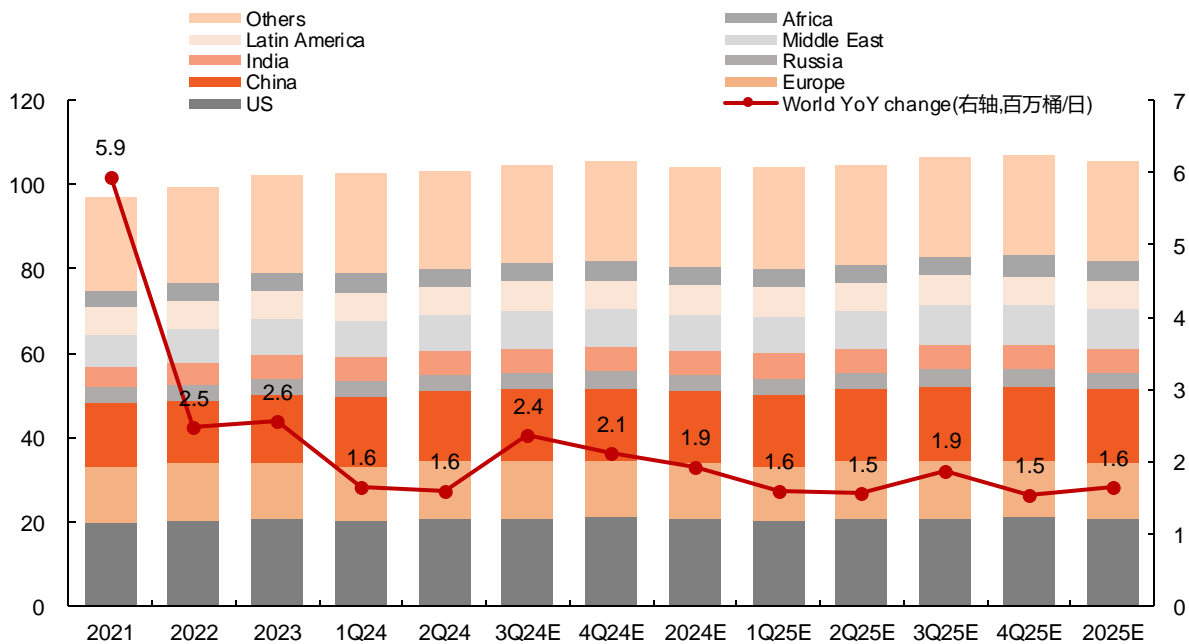
美国七大页岩油田新井单口井原油日产量 (桶/日)



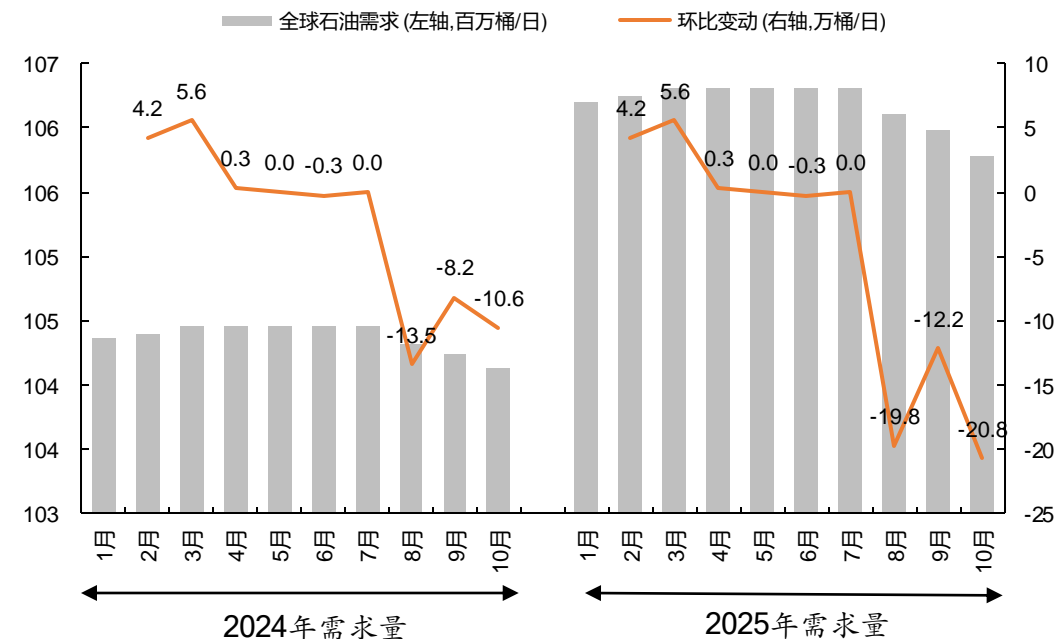
1.4 OPEC: 继续下调2024年和2025年全球石油需求预期

- OPEC继续下调2024年和2025年石油需求预期。**2024年10月报中，OPEC预计2024年全球石油需求量为104.1百万桶/日（较上月报下调10.6万桶/日），同比增加193万桶/日，中国石油需求量为16.9百万桶/日（较上月报下调约7.1万桶/日），同比增加约58万桶/日。四季度北半球冬季即将来临，受取暖耗油需求上升的推动，北半球柴油和燃料油需求或将出现典型的季节性增长，但机构对中国成品油需求放缓担忧的持续存在导致其多次下调石油需求预期，原因是炼油利润率疲弱以及炼油厂秋季检修季的到来。OPEC预计2025年全球石油需求量为105.8百万桶/日（较上月报下调20.8万桶/日），同比增加164万桶/日，其中中国石油需求量为17.4百万桶/日（较上月报下调7.1万桶/日），同比增加41万桶/日。OPEC预计2024年和2025年世界经济增长分别为3.0%和2.9%，预测值较上月保持不变。

主要国家石油需求量情况 (百万桶/日)



OPEC2024年1-10月报对2024和2025年全球石油需求预测

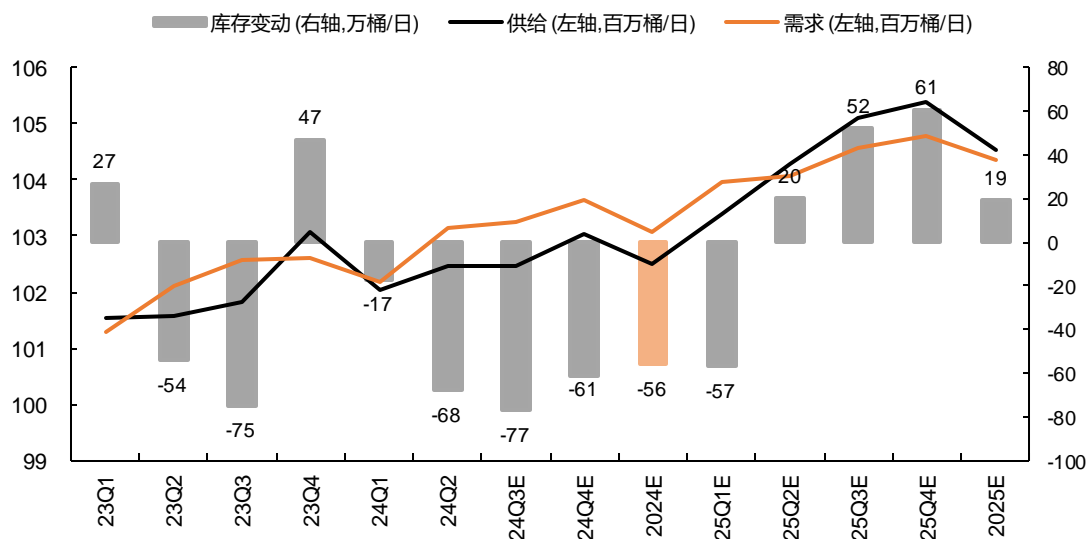


资料来源：OPEC，平安证券研究所，注：图1除全球需求同比变动为右轴，其余均为左轴，单位为百万桶/日

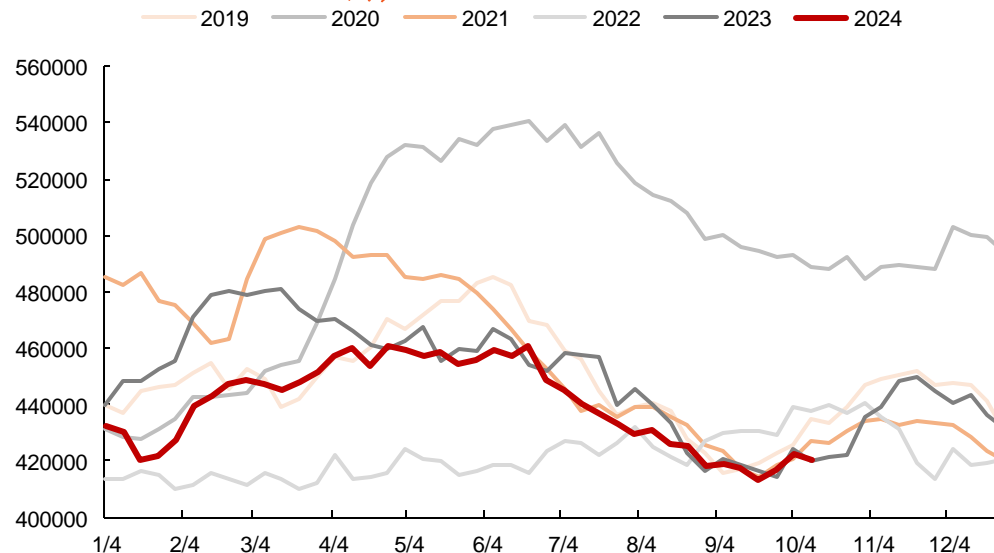
2.1 EIA：2024Q4国际原油延续去库但幅度收窄，2025Q2后或恢复累库

- 据EIA（美国能源信息署）2024年10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-77和-61万桶/日，较9月预测的-94和-125万桶/日收窄；2025年二季度开始或扭转为供过于求，全年供需差由上月预测的-11万桶/日调整为+19万桶/日。OECD商业原油库存维持低位，美国原油库存持续去化，据EIA预计，10月OECD国家商业原油及石油产品库存为2811百万桶，较9月保持不变，其中，美国商业原油及石油产品库存为1278百万桶，较9月环比减少83万桶。
- EIA预计2024年四季度全球原油及相关液体燃料延续去库态势，但是去库幅度收窄，2025Q1进一步去库57万桶/日(上月报预计去库93万桶/日)，自2025Q2开始，随着OPEC+自愿减产逐渐退出、产量逐步增加，美国、圭亚那、巴西和加拿大的产量继续增长，国际原油或逐步恢复累库状态，EIA预计2025Q2-Q4全球原油库存将增加约20万桶/日、52万桶/日和61万桶/日。

◆ EIA在2024年10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)

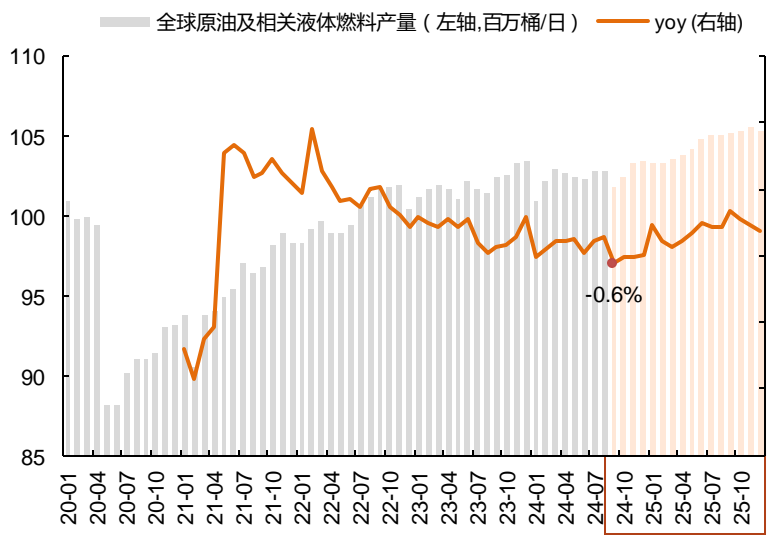


资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所

2.2 EIA: OPEC+ 产量渐恢复和美洲国家持续增产将给石油供应带来压力

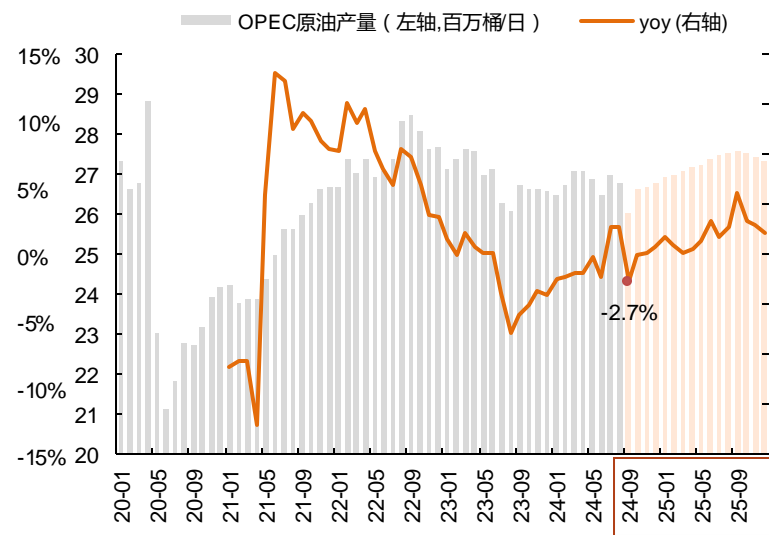
- 据EIA预测，2024年10月全球原油及相关液体燃料产量为102.45百万桶/日，环增63万桶/日，同减5.4万桶/日，其中OPEC国原油产量为26.62百万桶/日，环增60.4万桶/日，同减2.1万桶/日；美国原油产量13.32百万桶/日，环增6.9万桶/日，同增16.7万桶/日。
- OPEC+延长减产计划限制了2024年全球原油产量增长，2025年随着减产计划的退出OPEC+或增产约80万桶/日，以美国为主导的美洲国家仍将维持较快的增产态势。EIA最新月报预计，2024年全球原油及相关液体燃料产量为102.50百万桶/日（较上月报上调32万桶/日），同比增加50万桶/日，虽然OPEC+国家因减产计划同比减少了约127万桶/日石油及其他液体燃料产量，但OPEC+以外国家同比增加了约177万桶/日，美国、加拿大、圭亚那、巴西的增长居首，其中美国2024年石油产品同比增加了约56万桶/日。EIA预计2025年全球原油及相关液体燃料产量为104.54百万桶/日（较上月报下调6万桶/日），同比增加204万桶/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。

全球原油及相关液体燃料产量及yoy

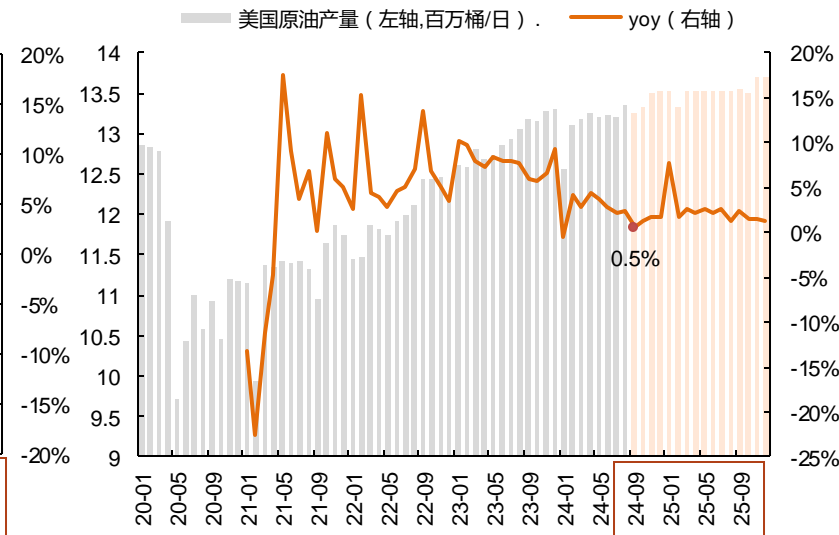


资料来源: EIA, 平安证券研究所

OPEC原油产量及yoy



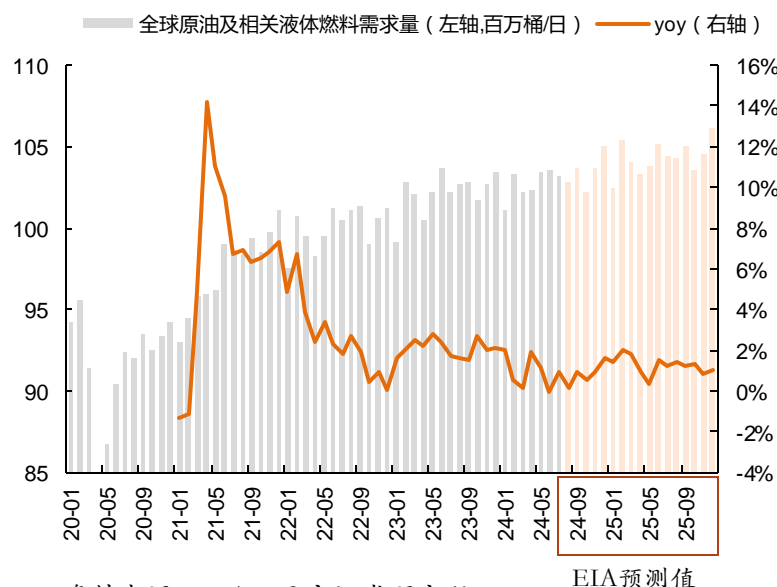
美国原油产量及yoy



EIA：供暖季有望提振Q4需求，继续下调2025年全球原油需求预期

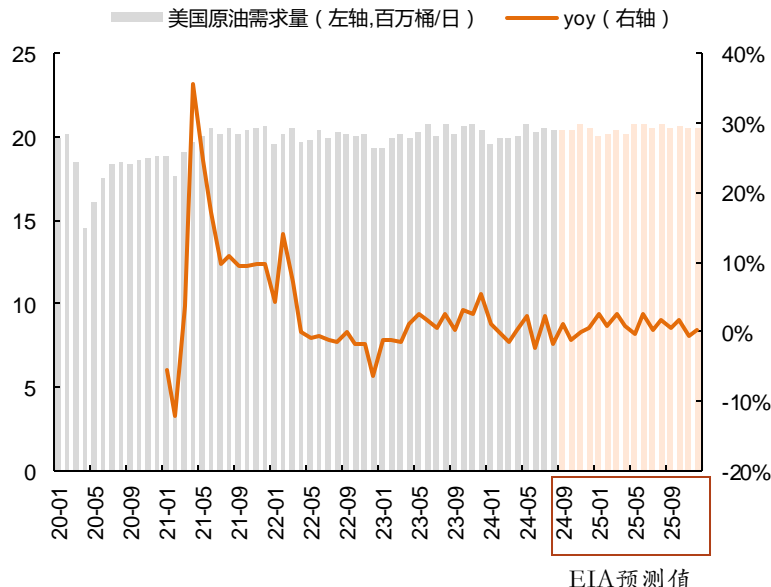
- 据EIA预测，2024年10月全球原油及相关液体燃料需求量为102.22百万桶/日，环降153.08万桶/日，同增54.33万桶/日。其中，美国原油需求量为20.39百万桶/日，环增2.44万桶/日，同降23.86万桶/日；中国原油需求量为15.65百万桶/日，环减85.79万桶/日，同减1.94万桶/日；欧洲原油需求量为13.82百万桶/日，环减13.84万桶/日，同增8.29万桶/日。
- 据EIA2024年10月报预测，2024年全球原油及相关液体燃料需求量为103.06百万桶/日（较上月报下调2万桶/日），同增92万桶/日，预期24Q4同增105万桶/日，欧美和日韩供暖季即将到来有望提振需求（11月-次年3月）；2025年需求量为104.35百万桶/日（较上月报下调20万桶/日），同比增加129万桶/日，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均较上月报预测下调3万桶/日，同比分别增加约9和26万桶/日。

全球原油及相关液体需求

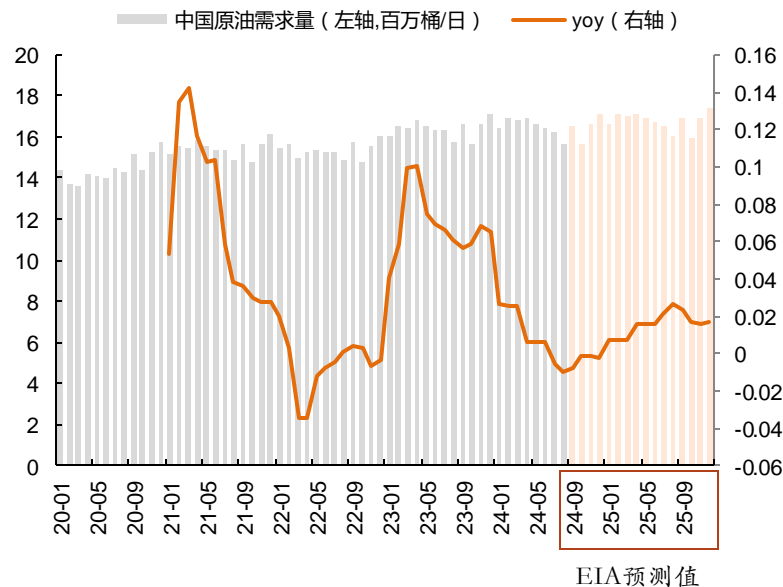


资料来源：EIA，平安证券研究所

美国原油需求及yoy



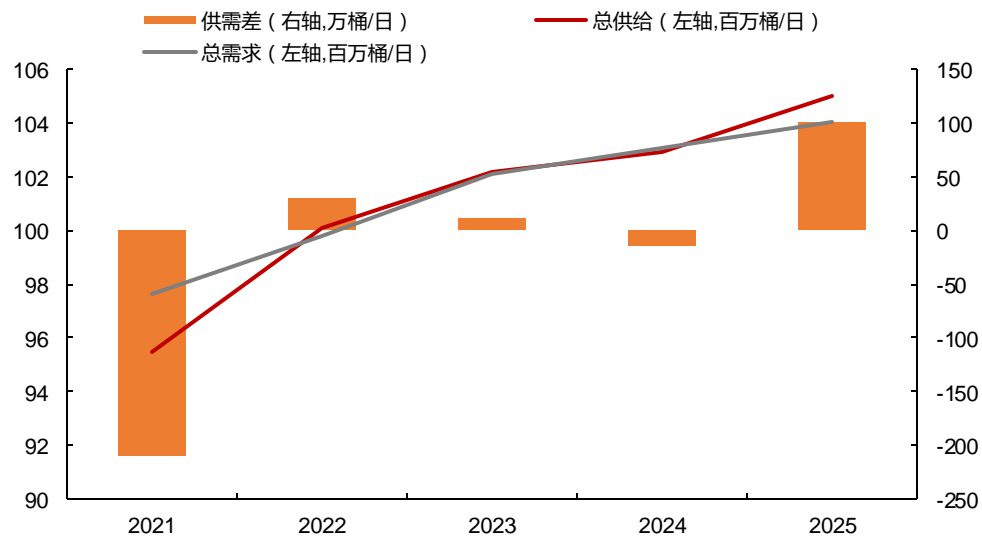
中国原油需求及yoy



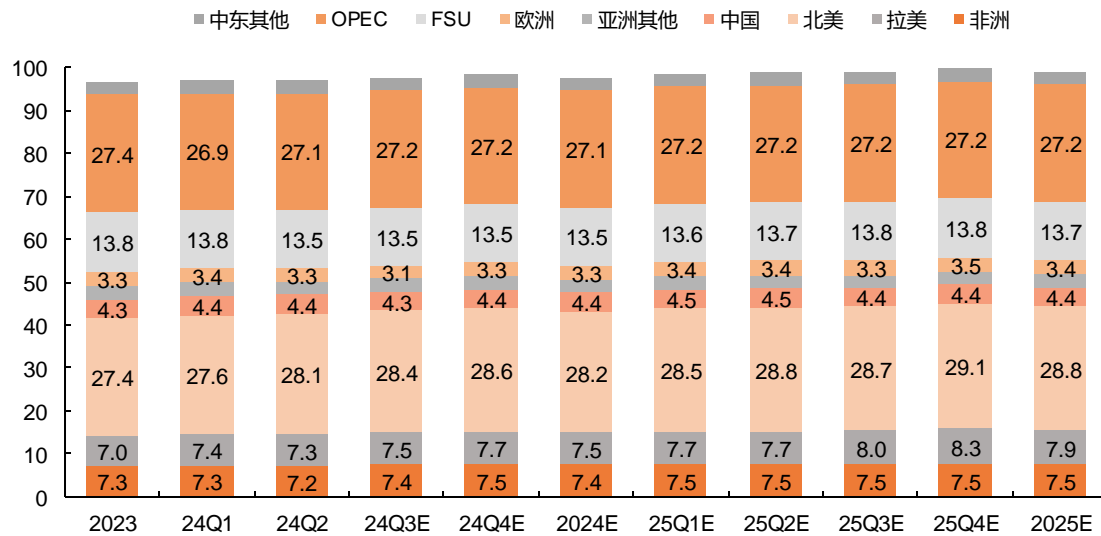
3.1 IEA：2025年原油供应将大幅增加，而炼油需求增长或放缓

- 供给端**，据IEA（国际能源署）2024年10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；2025年全球石油总供应预计为1.05亿桶/日，同增约210万桶/日。IEA预计2024年和2025年非OPEC+国家的产量合计均将增加约150万桶/日，其中美洲国家增量占80%。2024年全球炼油厂吞吐量将增加54万桶/日达8280万桶/日（较上月报预期下调18万桶/日），2025年将同比增加61万桶/日至8340万桶/日（较上月报预期下调21万桶/日），汽柴油裂解炼油利润率的持续恶化导致该预期的下调。
- 需求端**，据IEA预测，2024年世界石油需求将增长近90万桶/日，到2025年将增长近100万桶/日，较2022-2023年疫后时期约200万桶/日的需求增量大幅放缓。炼油大国-中国经济增速放缓是全球原油需求增长减速的主要原因，今明两年中国经济增长约占全球经济增长的20%，而2023年这一比例将接近70%，2024年8月中国石油消费量同比下降50万桶/天，是今年连续第四个月下降。

◆ 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)

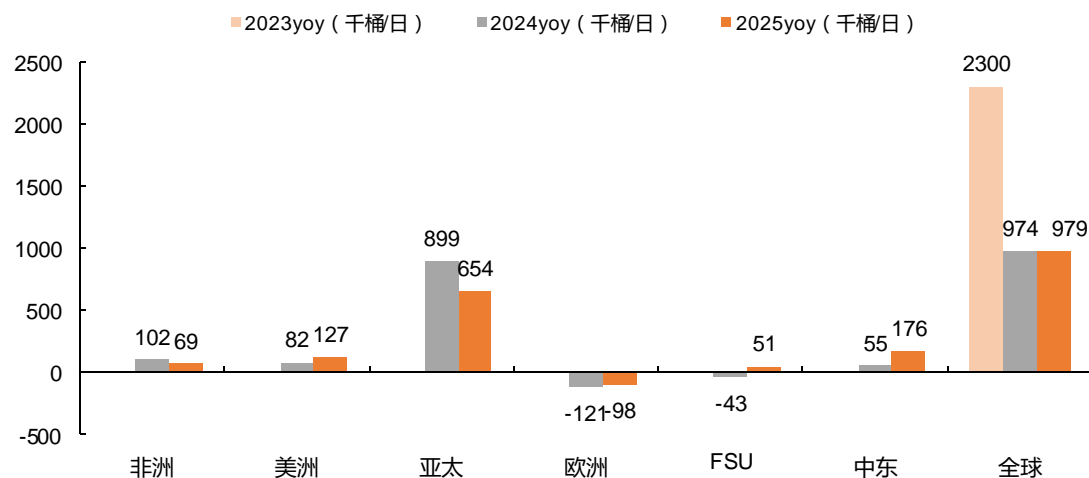


资料来源：IEA，平安证券研究所

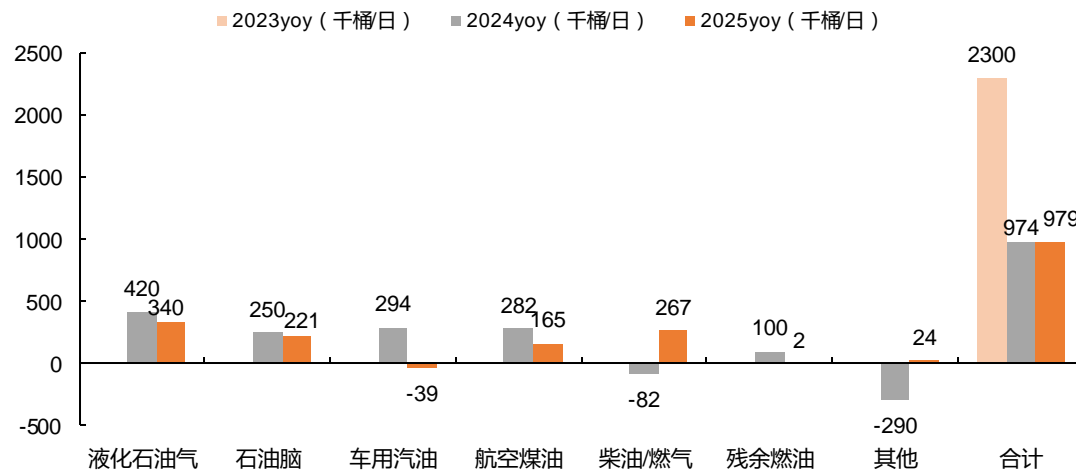
3.2 IEA：预期全球需求增长将回落至2010s正常化水平

- 需求端，IEA预计2024年全球石油需求增长将显著放缓，增长率将结束近年来与新冠疫情有关的大幅波动，逐渐恢复到2010-2019年期间正常化的走势，中国石油需求增长的贡献或减小，而印度和巴西等其他新兴经济体有望在全球石油消费增量中逐步占据重要地位。下游成品油将呈现更加多样化的增长格局，航空燃油消费量增长显著，受汽车电气化加速推进的影响，汽油需求增长放缓，而柴油需求下滑主要是地产的不景气和天然气重卡在公路运输上对其的挤占，受中国工业燃料和石化原料消费低于预期的影响，液化天然气需求增长有所下调。

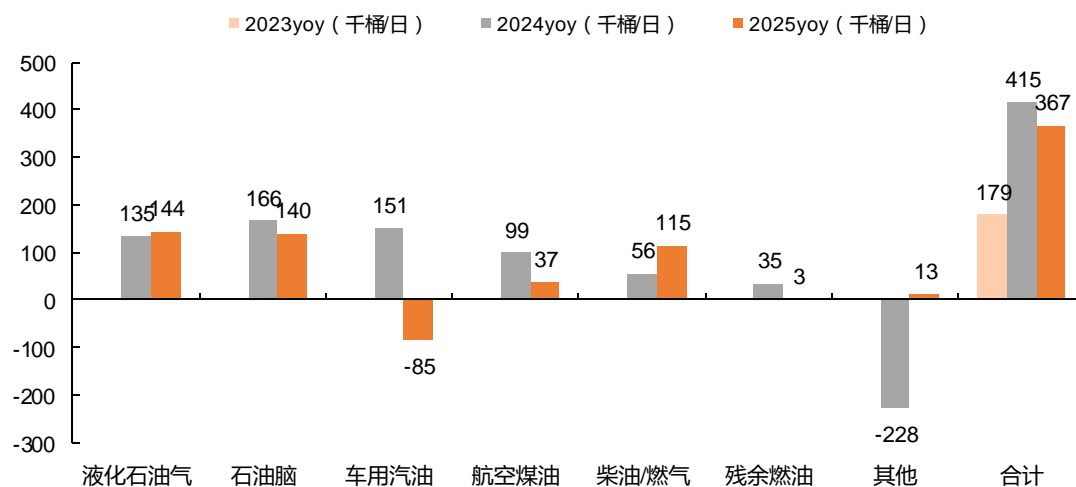
IEA预测的全球各地区原油需求变动



IEA预测的全球各成品油需求变动

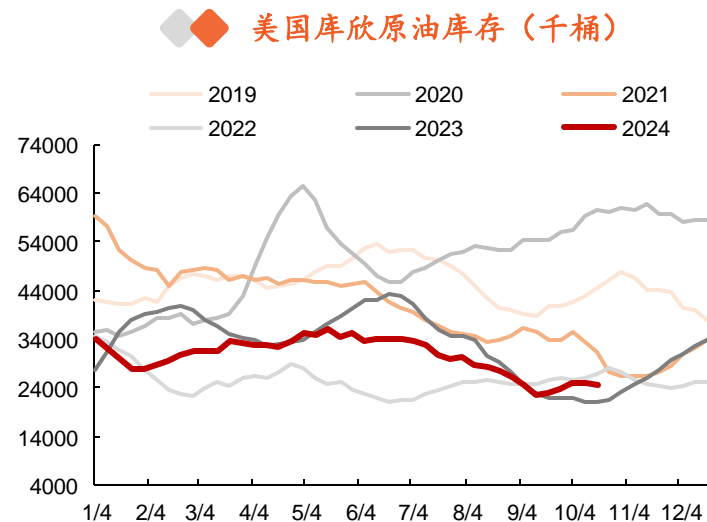
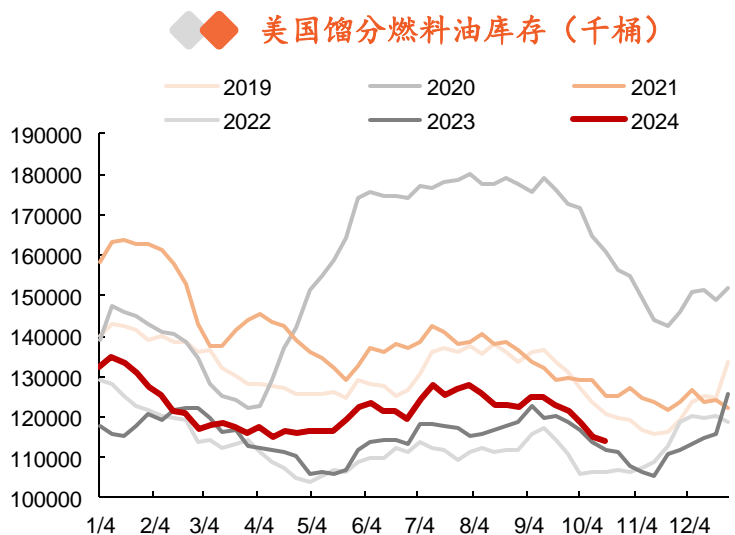
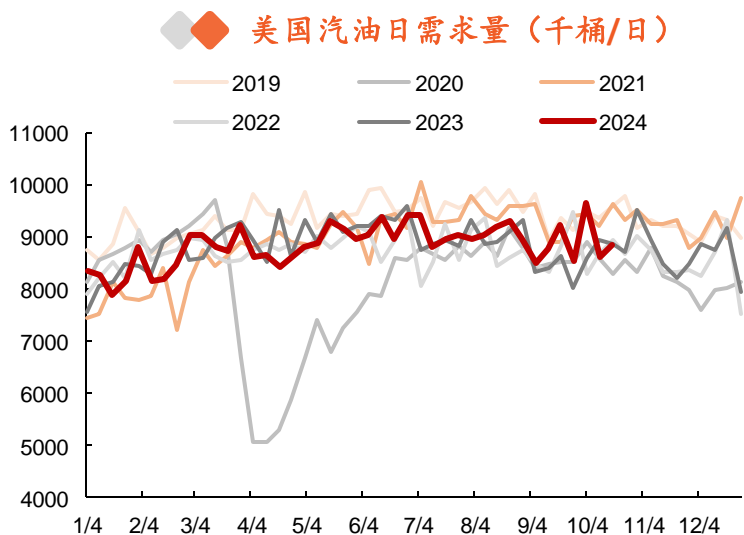
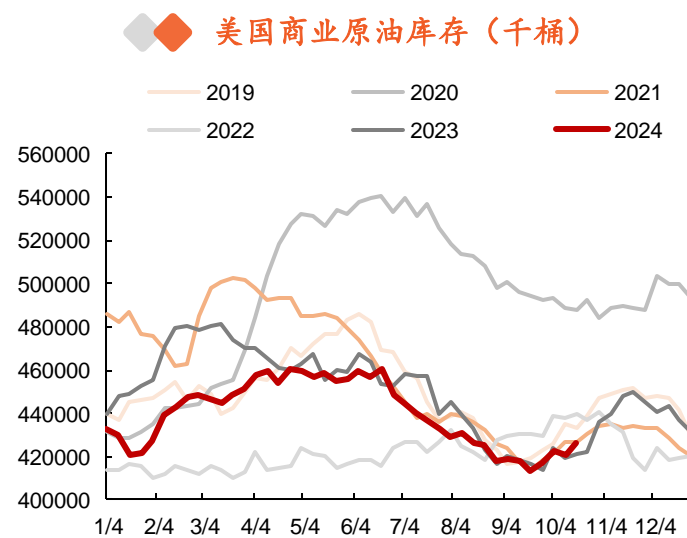
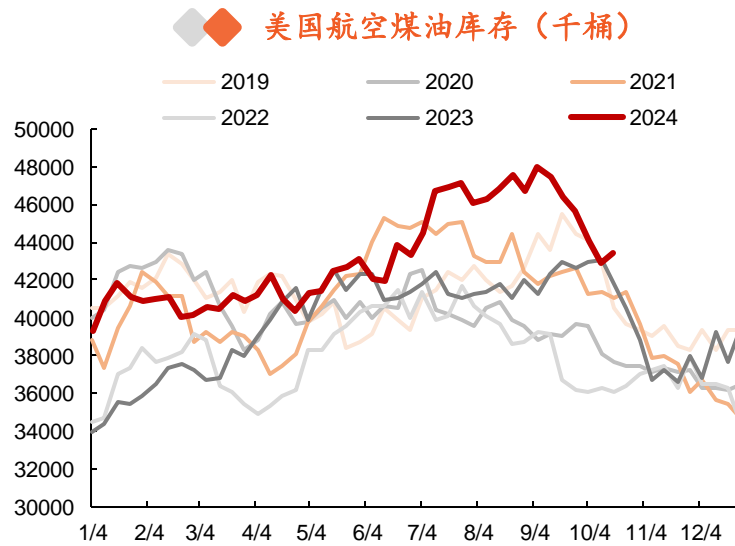
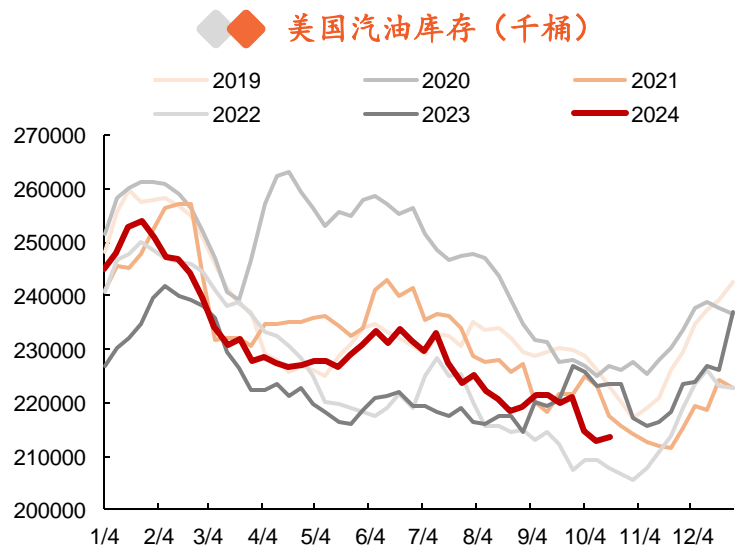


IEA预测的中国原油需求变动



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7月报

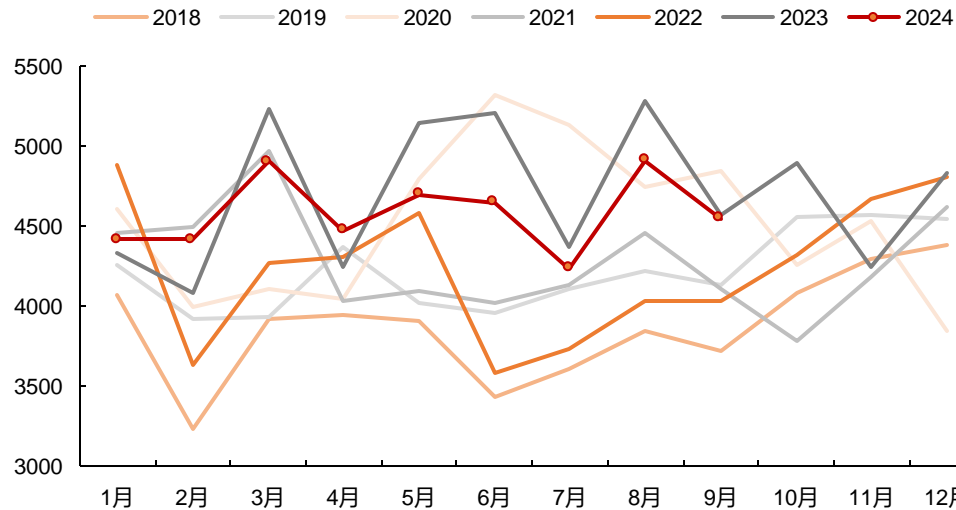
4.1 美国原油及成品油动态数据



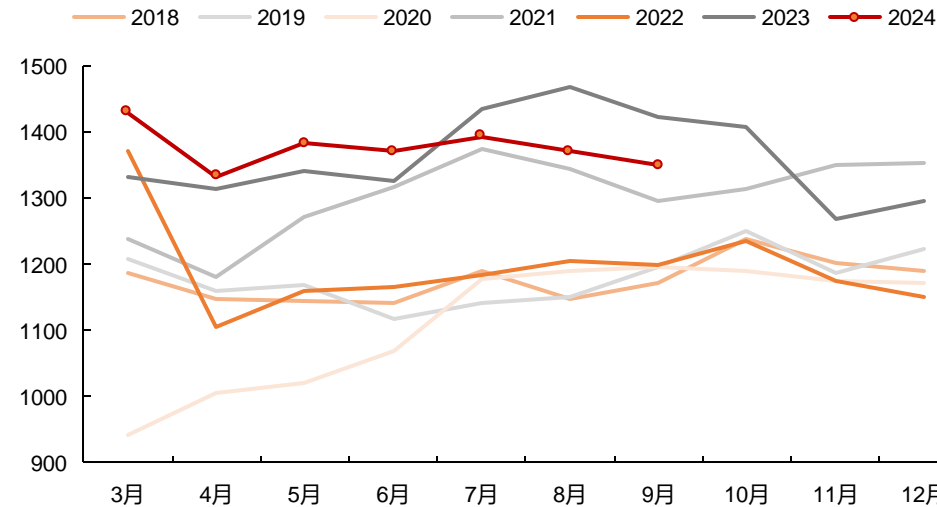
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 中国原油及成品油动态数据

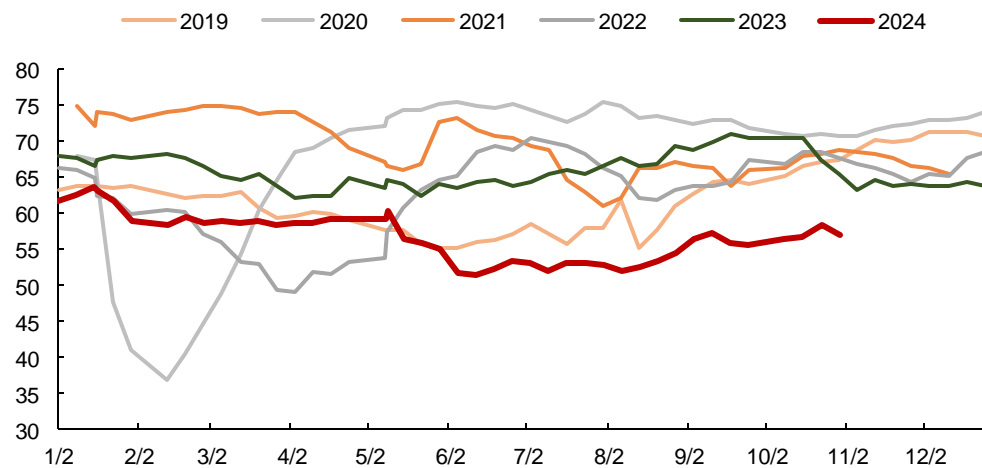
中国原油当月进口量 (万吨)



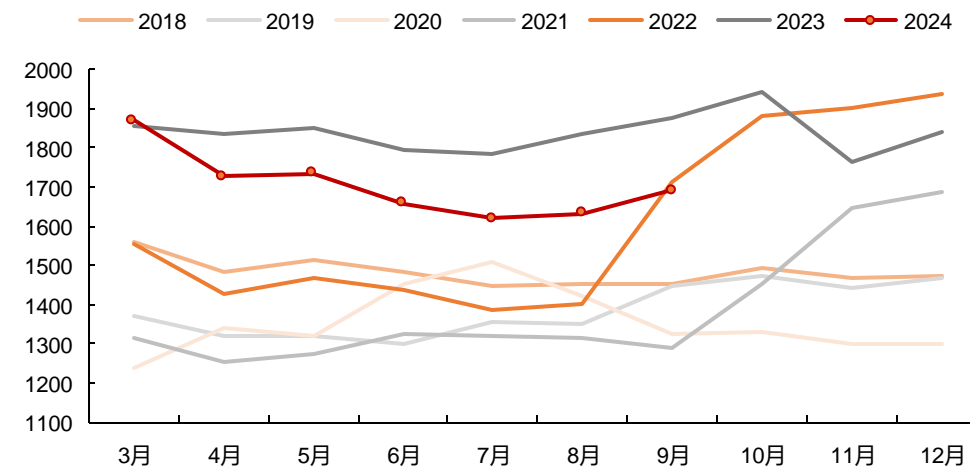
中国汽油月产量 (万吨)



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

- **后市基本面和国际油价走势判断：**OECD商业原油库存小幅减少，美国和亚洲汽柴油延续去库态势，基本面小幅改善，叠加冬季供暖旺季将来临，柴油需求有望回暖，但由于欧美油改气、油改电取暖增多，旺季取暖油需求可能存在不及预期的情况，此外由于利比亚原油生产和出口恢复，沙特和俄罗斯出口增长明显，供应端的压力仍较大。参考历年四季度需求和油价普遍低于三季度的情况，我们认为24Q4布伦特油价或位于70-85美元/桶的中低位区间震荡，较Q3环比下降5美元/桶左右。2025年油价中枢或进一步下移：一方面供应端，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，中国经济未见明显修复迹象，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。
- 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：

此报告旨为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其独立判断。

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。