

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:

强美元交易渐缓，地缘风险仍存

2024年11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)

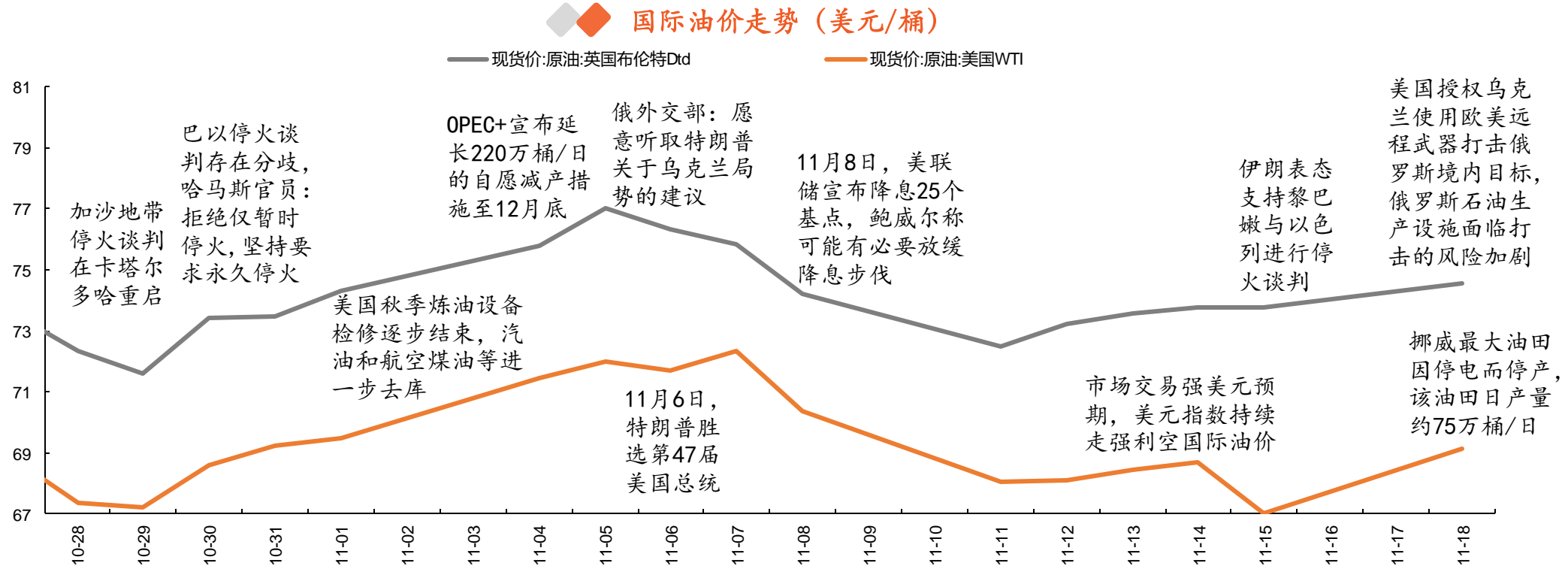
2024年11月20日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

# \* 核心观点：强美元交易渐缓和，供应和地缘扰动短期推涨油价

- **国际油价回顾：11月第一周**，巴以停火谈判存在分歧，中东局势仍有再次升级的可能，OPEC+宣布再次延长自愿减产计划至今年底，欧美和中国均开启降息周期，有望刺激原油需求，**油价上行**；11月6日特朗普胜选美国新任总统，11月8日美联储宣布降息25个bp，鲍威尔称可能放缓降息步伐，特朗普政府主张“对内低税收、对外高关税”，同时鼓励加大传统能源开发，且有通过打压油价对冲潜在通胀压力的诉求，**11月中上旬市场交易强美元和原油基本面过剩预期，WTI油价持续走低，近日强美元交易渐缓和，油价回涨**；11月18日，美国授权乌克兰使用欧美远程武器打击俄罗斯境内目标，俄罗斯石油生产设施面临受打击的风险，地缘风险升温带动油价阶段性走高。基本上，美国冬季取暖油和拉美出口需求表现较好，汽柴油持续去库；欧洲和中国成品油需求表现一般，中国出口退税政策调整将进一步增加汽柴油出口成本压力，且随着天气转凉，柴油淡季已至，但汽油需求有回暖迹象。

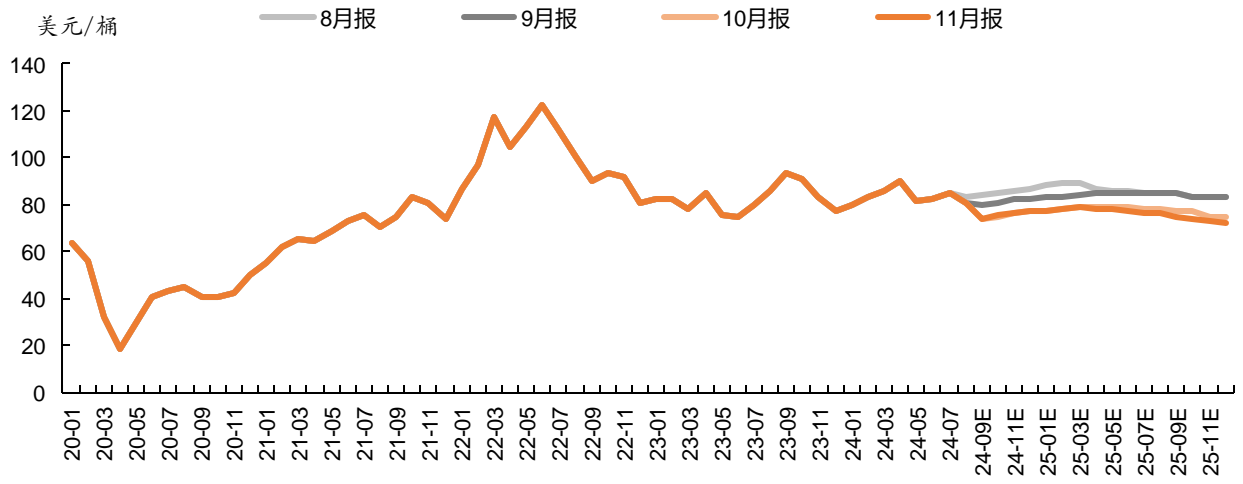


资料来源：Wind，平安证券研究所

# \* 核心观点：OPEC+再度延长减产计划，2025年基本面过剩压力较大

- **国际油价展望-机构预测：**EIA认为，持续的地缘政治风险以及欧佩克+减产导致的全球石油库存减少将使2025Q1布伦特原油均价达到78美元/桶；2025Q2随着全球石油产量增长，EIA预计全球石油库存将平均增加40万桶/日，2025年下半年，库存将平均增加60万桶/日，库存增加将给原油价格带来下行压力，预计25H2布伦特原油均价将降至74美元/桶，2025年全年布伦特原油均价约76美元/桶。
- **国际油价展望-本报告预测：**美国汽柴油需求表现仍较好，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；虽然OPEC+再次延长220万桶/日的自愿减产计划至今年底，但成员国间存在分歧，后续减产计划或较难维系，全球石油供应压力仍较大。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；特朗普上台后，主张加大本土传统能源开发，油企或加大页岩油开采，以美国为首的美洲国家原油产量或加速增加；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。**

◆ EIA2024年8月-11月报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：利比亚油田全面复产，10月OPEC+减产执行率下行

- 据OPEC(石油输出国组织)数据，2024年10月，OPEC 12国原油产量为26536千桶/日，较9月增加468千桶/日，主要是利比亚上月因政权博弈停产的油田全面复产，其产量环比大幅增加抵消了哈萨克斯坦和伊朗原油供应量的下降。10月，OPEC+产量合计为40636千桶/日，较上月增加508千桶/日，OPEC+整体减产执行率较上月下滑约1.1个百分点。展望后市，虽然OPEC+220万桶/日的自愿减产计划再延迟1个月至今年底退出，但成员国间存在分歧，明年减产计划或较难维系，全球石油供应压力仍较大。

## 8个OPEC+成员国自愿减产计划延长至2024年12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+2024年9月和10月产量及减产执行情况

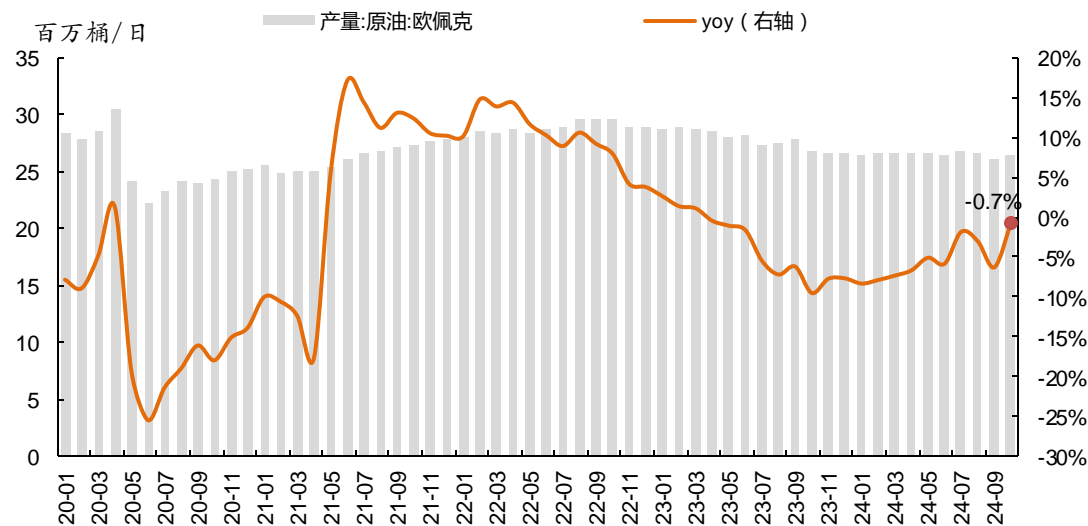
单位：千桶/日	2024年9月产量	2024年10月产量	月环比变动	配额量	9月减产执行率	10月减产执行率
阿尔及利亚	909	909	0	908	99.89%	99.89%
刚果	253	265	12	277	109.49%	104.53%
赤道几内亚	60	56	-4	70	116.67%	125.00%
加蓬	207	214	7	169	81.64%	78.97%
伊拉克	4133	4068	-65	4000	96.78%	98.33%
科威特	2431	2417	-14	2413	99.26%	99.83%
尼日利亚	1399	1434	35	1500	107.22%	104.60%
沙特阿拉伯	8964	8968	4	8978	100.16%	100.11%
阿联酋	2957	2955	-2	2912	98.48%	98.54%
<b>OPEC 9国合计</b>	<b>21313</b>	<b>21286</b>	<b>-27</b>	<b>21227</b>	<b>99.60%</b>	<b>99.72%</b>
伊朗	3327	3259	-68			
利比亚	540	1096	556			
委内瑞拉	888	895	7			
<b>OPEC 12国合计</b>	<b>26068</b>	<b>26536</b>	<b>468</b>	<b>21227</b>		
阿塞拜疆	489	482	-7	551	112.68%	114.32%
巴林	159	177	18	196	123.27%	110.73%
文莱	82	84	2	83	101.22%	98.81%
哈萨克斯坦	1589	1585	-4	1468	92.39%	92.62%
马来西亚	304	326	22	401	131.91%	123.01%
墨西哥	1589	1585	-4	1753	110.32%	110.60%
阿曼	765	765	0	759	99.22%	99.22%
俄罗斯	9001	9010	9	8978	99.74%	99.64%
苏丹	28	28	0	64	228.57%	228.57%
南苏丹	54	58	4	124	229.63%	213.79%
<b>Non-OPEC 合计</b>	<b>14060</b>	<b>14100</b>	<b>40</b>	<b>14377</b>	<b>102.25%</b>	<b>101.96%</b>
<b>OPEC+合计</b>	<b>40128</b>	<b>40636</b>	<b>508</b>	<b>35604</b>	<b>88.73%</b>	<b>87.62%</b>

资料来源：OPEC（石油输出国组织），平安证券研究所，注：9月产量数据根据11月报有所调整

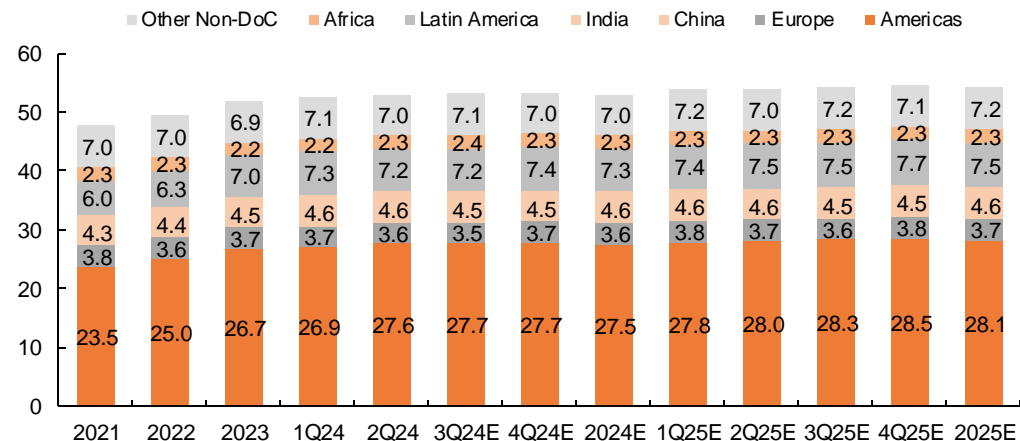
# OPEC: 本月巴林和马来西亚增产较明显, 后市供应压力仍较大

- 据OPEC数据, 2024年10月, Non-OPEC DoC原油产量为14100千桶/日, 环增40千桶/日, 非OPEC国家产量增加主要是巴林和马来西亚增产所致, 本月主要超产国俄罗斯和哈萨克斯坦产量基本持稳, 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, 和上月预测值持平, 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。

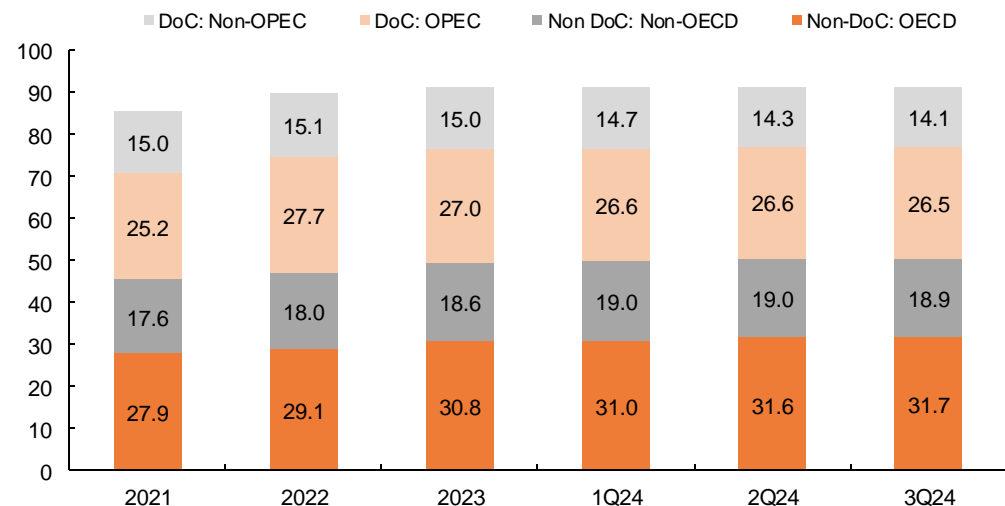
## OPEC国家原油月度日均产量



## 全球主要Non-DoC产油地区原油产量 (百万桶/日)



## DoC及非DoC国家原油产量情况 (百万桶/日)

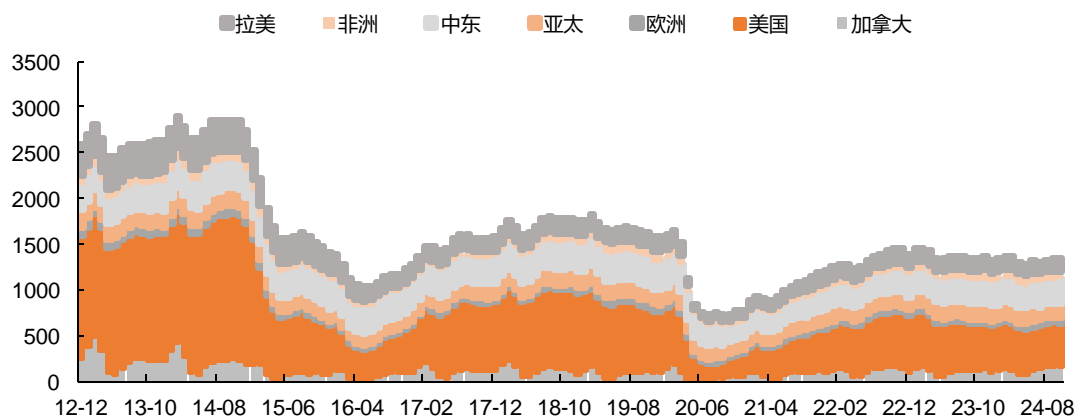


资料来源: Wind, OPEC, 平安证券研究所, 注: Non-DoC指未参加欧佩克和非欧佩克产油国合作宣言(联合削减石油产量行动组织)的国家

# OPEC: 美国和OPEC国家钻机数环比减少, 美国库存井数持续下行

- 据OPEC数据, 2024年10月全球钻机总数1825台、较2024年9月增加3台(其中石油钻机数1460台、环增2台, 天然气钻机数310台、环增2台; 其他55台、环减1台), 10月欧亚部分国家和加拿大、墨西哥钻机数环比有所增加, 美国和OPEC国家钻机数环比小幅减少。
- 据Wind, 2024年10月美国新钻井数904口、环增5口, 新增完井数923口、环增4口, 库存井5334口、环减19口, 美国新钻井数小幅增加, 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)

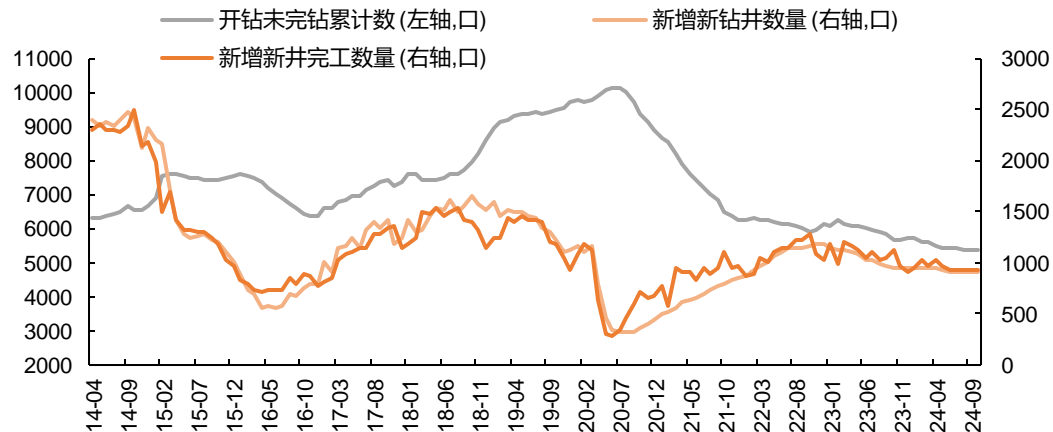


2024年8-10月全球主要地区总钻机数 (台)

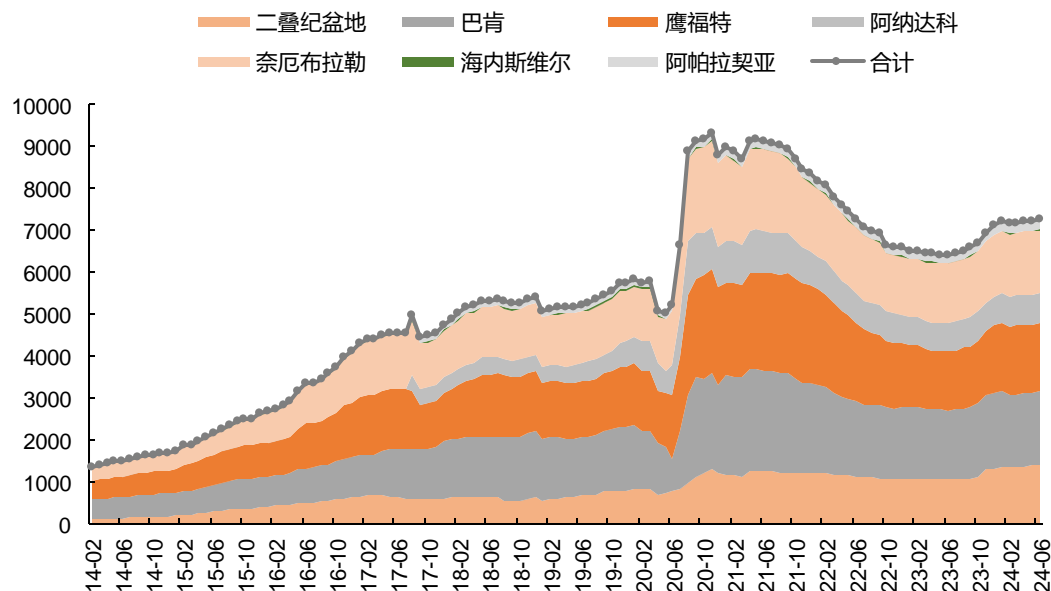
单位-部	美国	加拿大	墨西哥	OECD欧洲	OECD亚太	其他亚洲	拉美	中东	非洲	OPEC	合计
2024.8	586	218	49	60	24	204	107	59	46	442	1,806
2024.9	587	217	48	65	27	214	105	61	46	441	1,822
2024.10	585	219	50	67	29	217	102	63	47	436	1,825
10月环比	-2	2	2	2	2	3	-3	2	1	-5	4

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



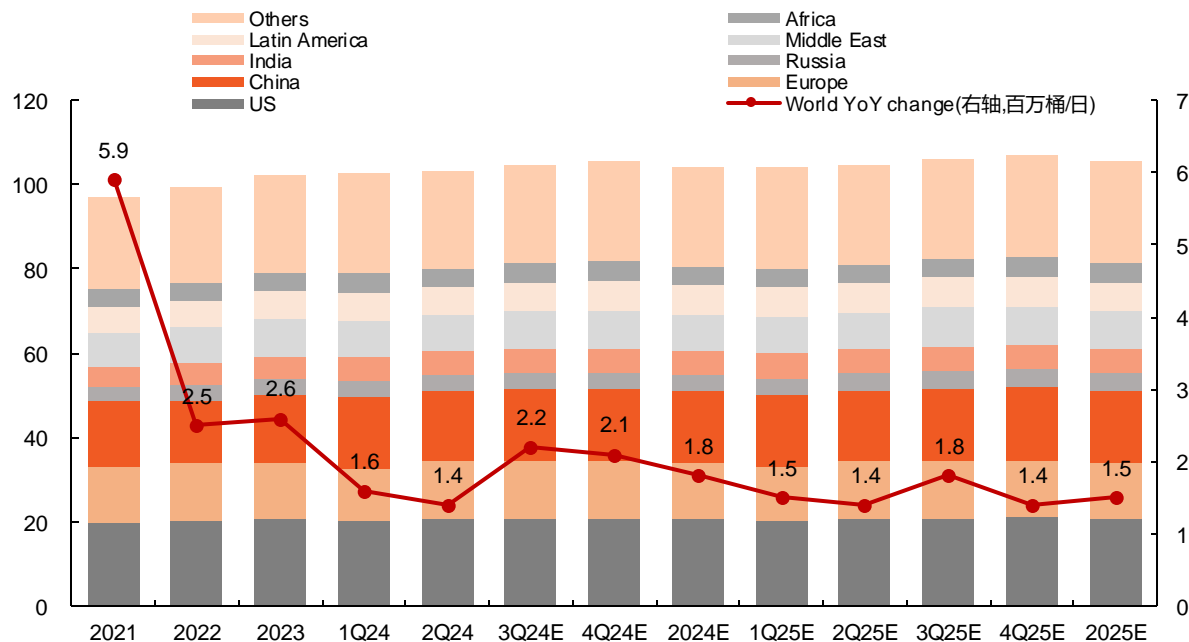
美国七大页岩油田新井单口井原油日产量 (桶/日)



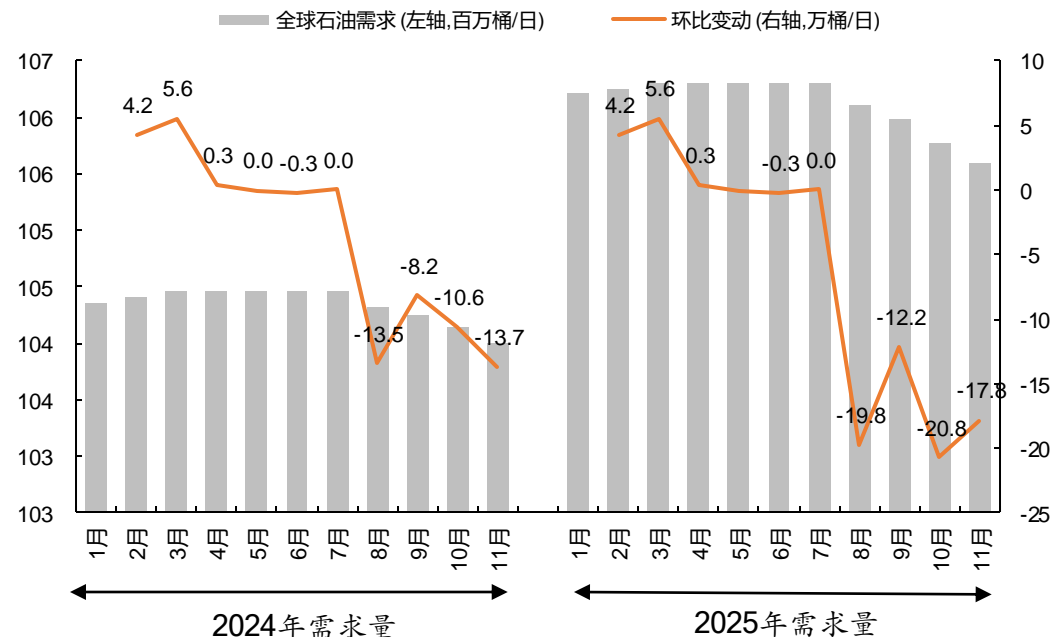
# OPEC: 年内连续四次下调2024年和2025年全球石油需求预期

- OPEC继续下调2024年和2025年石油需求预期。**2024年11月报中，OPEC预计2024年全球石油需求量为104.0百万桶/日（较上月报下调13.7万桶/日），同比增加180万桶/日，中国石油需求量为16.8百万桶/日（较上月报下调12.8万桶/日），同比增加约45.5万桶/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OPEC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，同时结合实际数据，小幅向下修正了其他亚洲国家、非洲国家、印度的石油需求。OPEC预计2025年全球石油需求量为105.6百万桶/日（较上月报下调17.8万桶/日），同比增加154万桶/日，其中中国石油需求量为17.1百万桶/日（较上月报下调23.1万桶/日），同比增加31万桶/日。OPEC预计2024年和2025年世界经济增长分别为3.1%和3.0%，预测值较上月小幅上调0.1个百分点。

主要国家石油需求量情况 (百万桶/日)



OPEC2024年1-11月报对2024和2025年全球石油需求预测

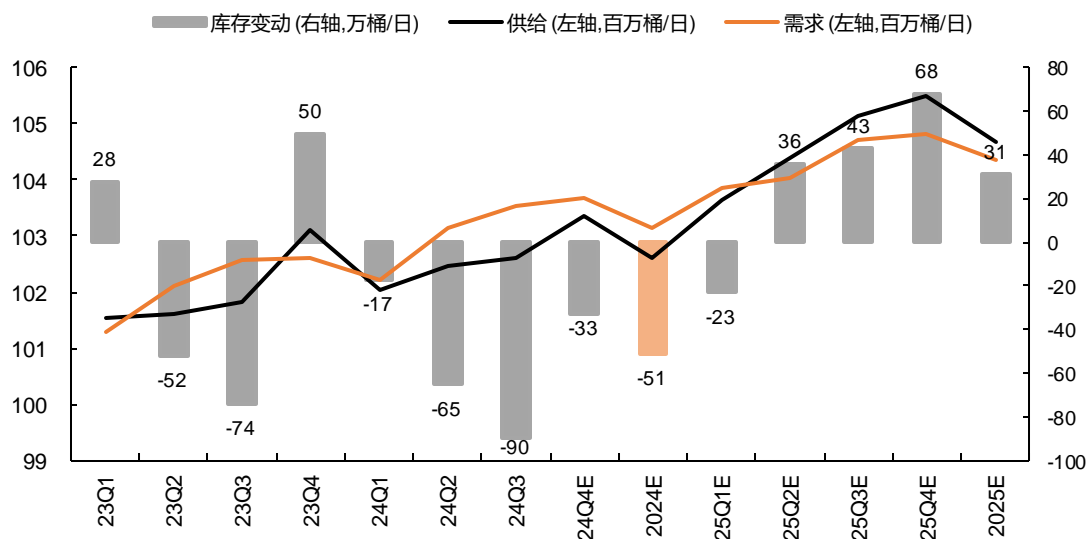


资料来源：OPEC，平安证券研究所，注：图1除全球需求同比变动为右轴，其余均为左轴，单位为百万桶/日

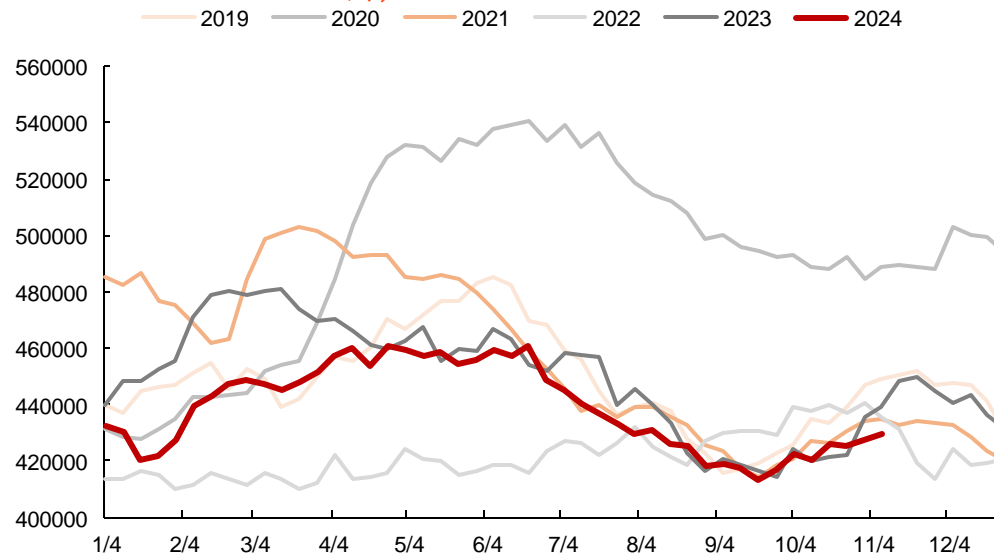
## 2.1 EIA：24Q4和25Q1原油延续去库但幅度收窄，25Q2后开始累库

- 据EIA（美国能源信息署）2024年11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-90和-33万桶/日，9月预测值分别为-77和-61万桶/日；2025年二季度开始扭转为供过于求，全年供需差由上月预测的+19万桶/日扩大为+31万桶/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，2024年11月OECD国家商业原油及石油产品库存为2795百万桶，较10月增加179万桶，其中，美国商业原油及石油产品库存为1260百万桶，较10月环比增加376万桶。
- 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23万桶/日（上月报预计去库57万桶/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36万桶/日、43万桶/日和68万桶/日。

◆ EIA在2024年11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)



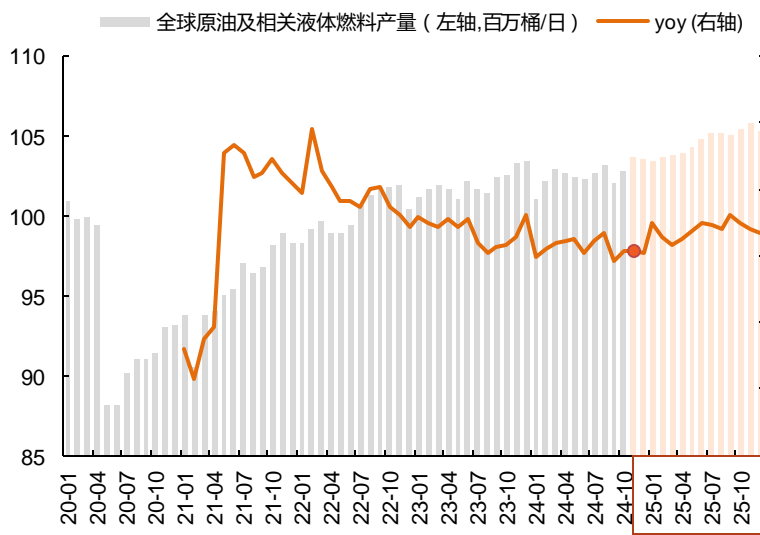
资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所



## 2.2 EIA: OPEC+减产计划退出和美洲国家持续增产将带来供应压力

- 据EIA预测，2024年11月全球原油及相关液体燃料产量为103.70百万桶/日，环增89万桶/日，同增37万桶/日，其中OPEC国原油产量为26.79百万桶/日，环增14万桶/日，同增13万桶/日；美国原油产量13.44百万桶/日，环减0.4万桶/日，同增16.1万桶/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102.62百万桶/日（较上月报上调12万桶/日），同比增加60万桶/日，虽然OPEC+国家因减产计划同比减少了约123万桶/日石油及其他液体燃料产量，但OPEC+以外国家同比增加了约183万桶/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64万桶/日。EIA预计2025年全球原油及相关液体燃料产量为104.66百万桶/日（较上月报上调12万桶/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56万桶/日，同时，美国石油产量预计将增加约46万桶/日（仅原油同比增加约30万桶/日）。

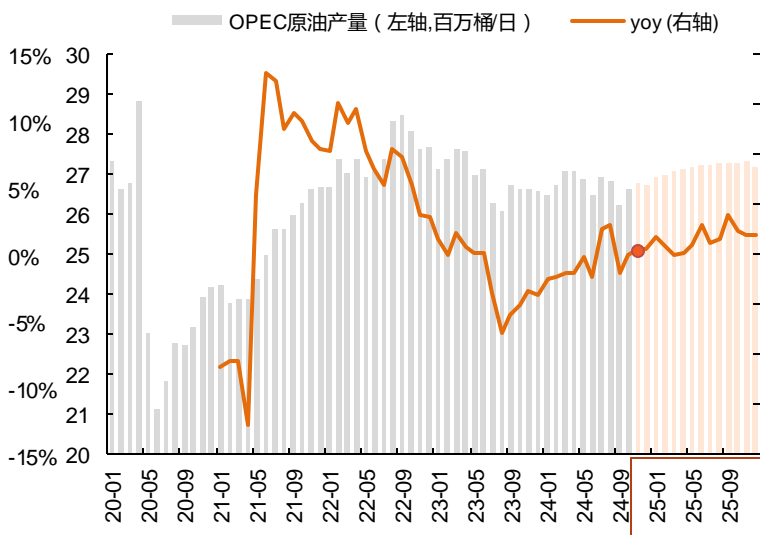
### 全球原油及相关液体燃料产量及yoy



资料来源: EIA, 平安证券研究所

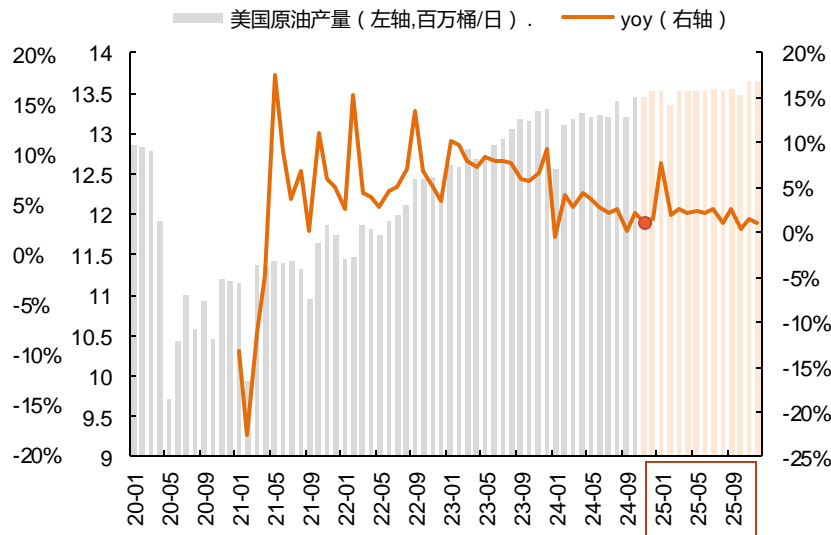
EIA预测值

### OPEC原油产量及yoy



EIA预测值

### 美国原油产量及yoy



EIA预测值

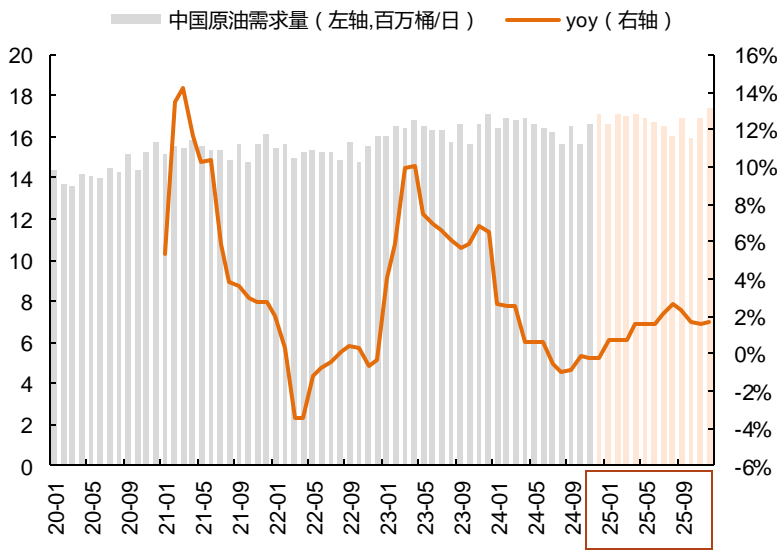
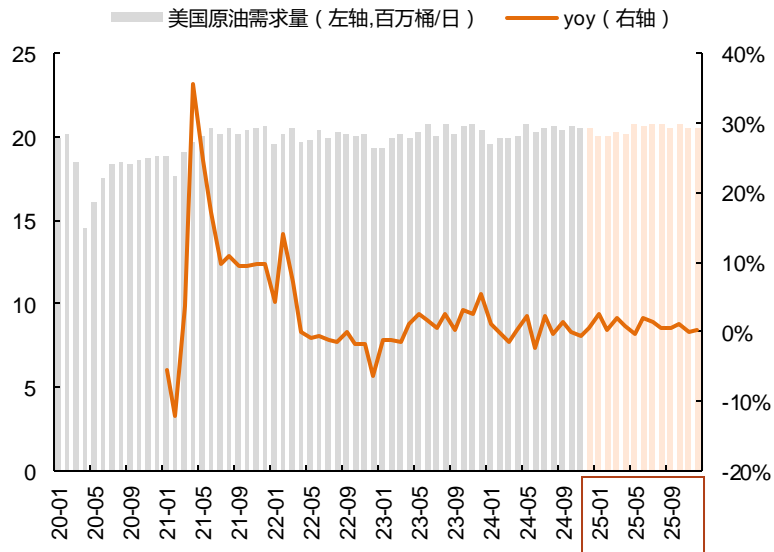
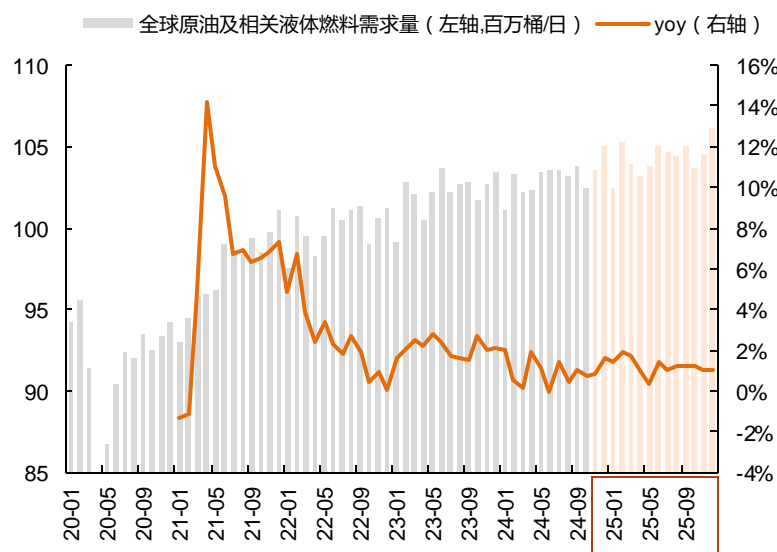
## EIA：印度成为石油消费主要增量贡献国，中国运输燃料需求下滑

- 据EIA预测，2024年11月全球原油及相关液体燃料需求量为103.52百万桶/日，环增109万桶/日，同增84万桶/日。其中，美国原油需求量为20.59百万桶/日，环减2万桶/日，同降15万桶/日；中国原油需求量为16.62百万桶/日，环增97万桶/日，同减3.5万桶/日；欧洲原油需求量为13.39百万桶/日，环减43万桶/日，同减1.9万桶/日。
- 据EIA2024年11月报预测，2024年全球原油及相关液体燃料需求量为103.13百万桶/日(较上月报上调7万桶/日)，同增99万桶/日，预期24Q4同增109万桶/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(较上月报持平)，同比增加122万桶/日。EIA预计印度将成为全球石油消费增长的主要来源，2024和2025年其石油消费将同比增长28万桶/日和27万桶/日，占全球总需求增量的28%和22%；同时，EIA多次下调2024年中国石油需求预期，预计2024和2025年中国石油消费量将同比增加9万桶/日和26万桶/日，电动汽车保有量迅速增长、液化天然气在重卡中的使用量不断增加以及经济增长放缓都限制了运输燃料的消费增长。

### 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

EIA预测值

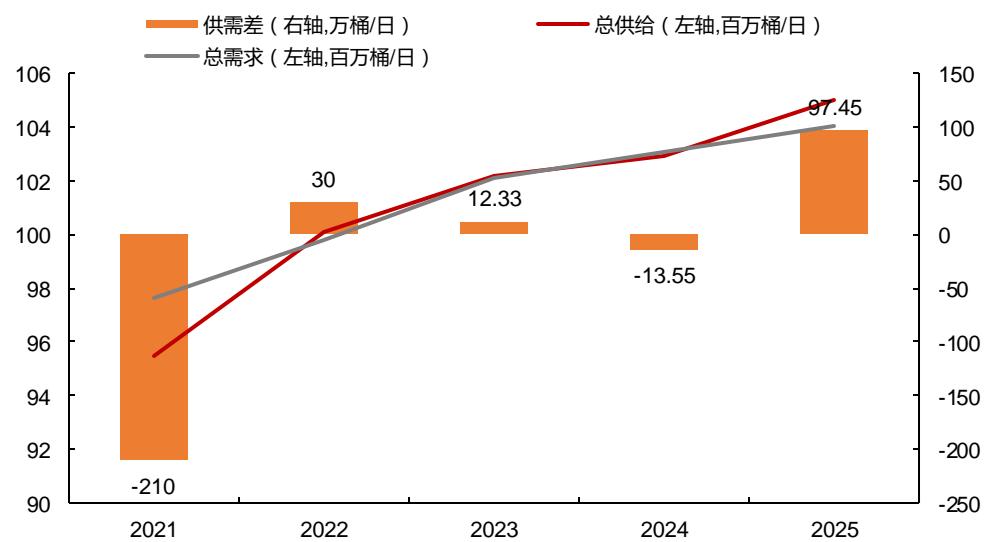
EIA预测值

EIA预测值

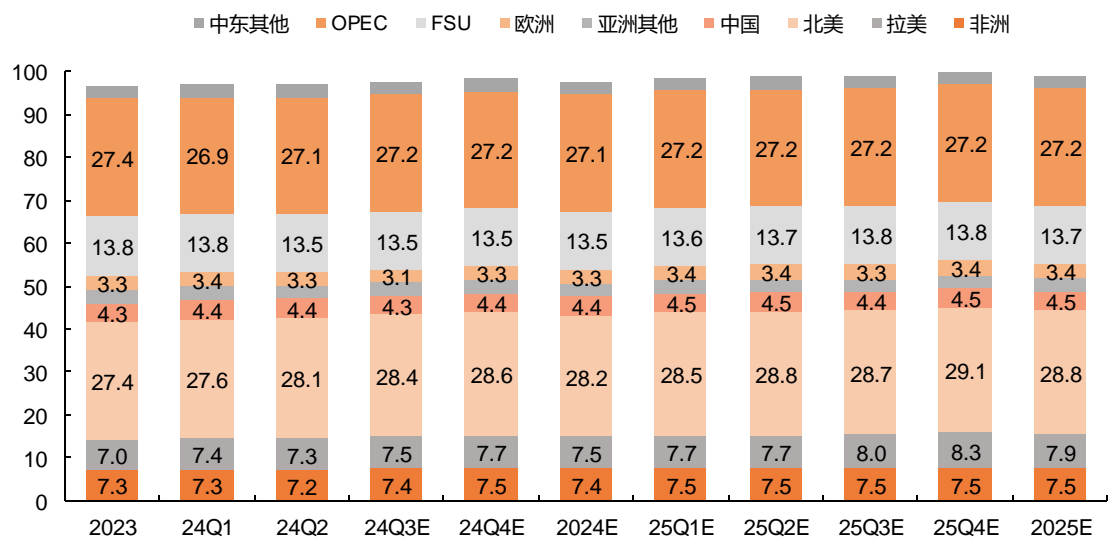
# 3.1 IEA: OPEC+退出减产、美洲国家增产, 2025年原油供应将大幅增加

- 供给端**, 据IEA (国际能源署) 2024年11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; 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年以美国引领的非OPEC+国家的产量合计均将增加约150万桶/日, 加拿大、圭亚那和阿根廷的产量均会增加, 此外, 今年受计划外停电和运营表现不佳困扰的巴西预计将成为明年原油供应增长的主要来源, 随着超过80万桶/天的新产能的启动, 预计到2025年巴西供应量将增加21万桶/天, 达到370万桶/天。
- 需求端**, 据IEA预测, 2024年世界石油需求将增长92万桶/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, 反映了疫情后被压抑的需求释放结束、全球基本经济状况低于平均水平以及清洁能源的加速渗透。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, 中国在非经合组织国家的原油需求增长中所占的份额将从2023年的71%降至2024年的31%, 预计今年中国原油需求的同比增长量仅为2023年140万桶/日的十分之一。

◆ 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)

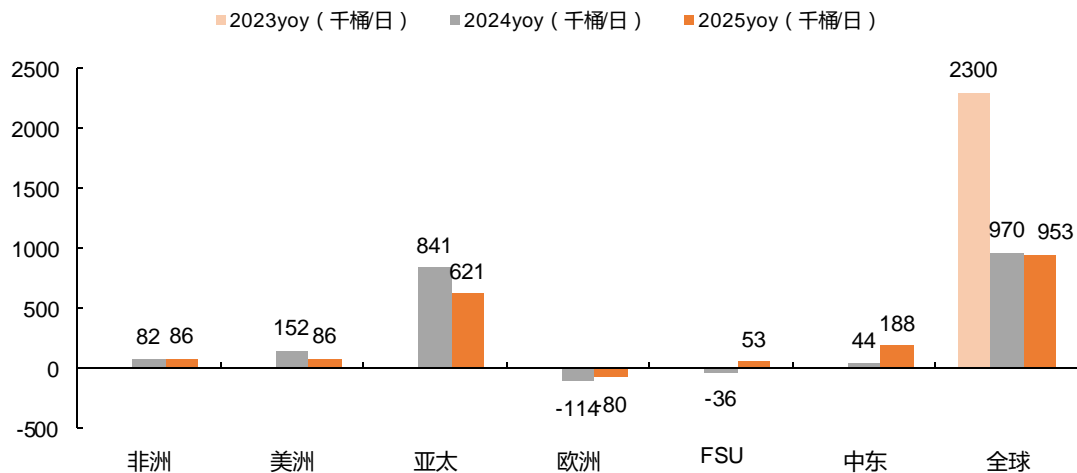


资料来源: IEA, 平安证券研究所

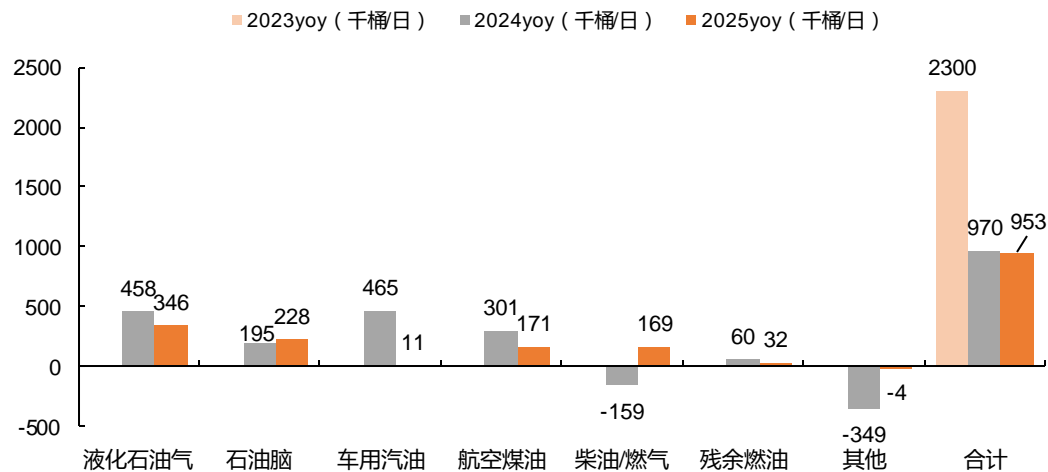
## 3.2 IEA：预期2024和2025年需求增长将显著回落至100万桶/日左右

- 需求端，IEA预计2024年全球石油需求增长将显著放缓，2025年同比增量和2024年接近，大流行后被压抑的需求已经释放完毕，清洁能源技术的快速部署也在运输和发电领域日益取代石油。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，2024年中国汽柴油和石油脑需求表现不佳，对全球原油需求增长的贡献减小，而印度和巴西等其他新兴经济体在全球石油消费增量中逐步占据重要地位，2024年印度占非经合组织国家石油需求增长的22%，增长表现最为突出。

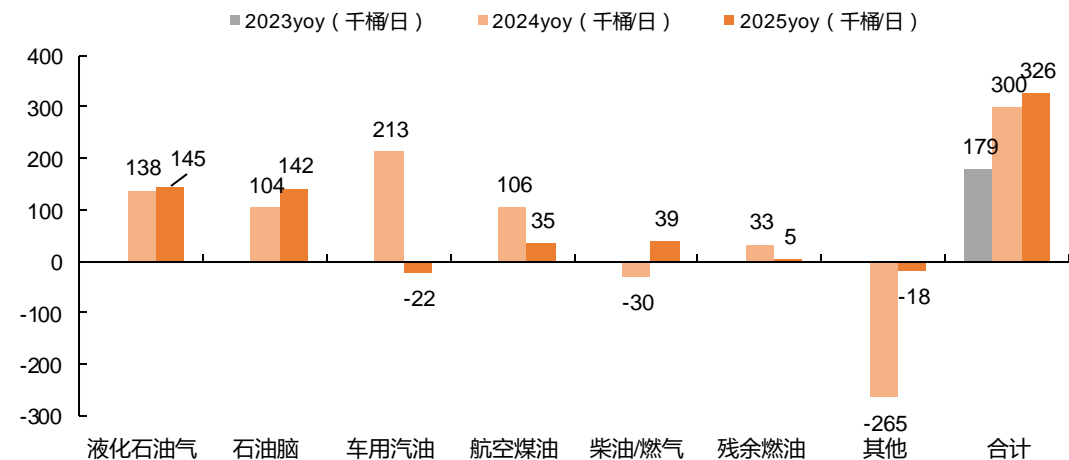
### IEA预测的全球各地区原油需求变动



### IEA预测的全球各成品油需求变动



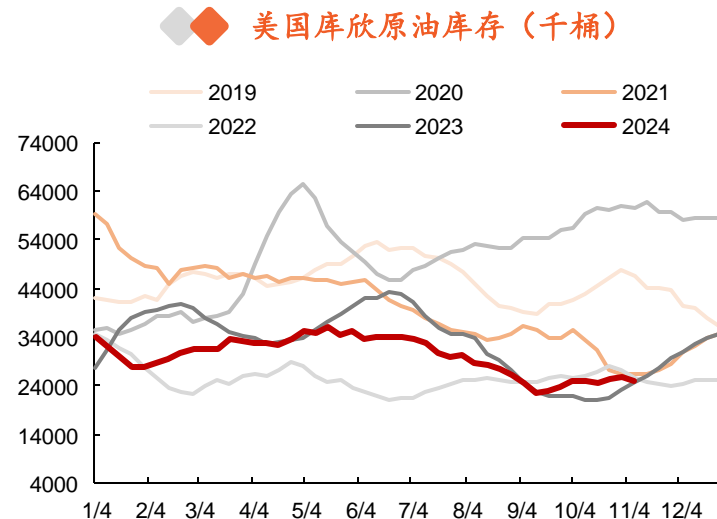
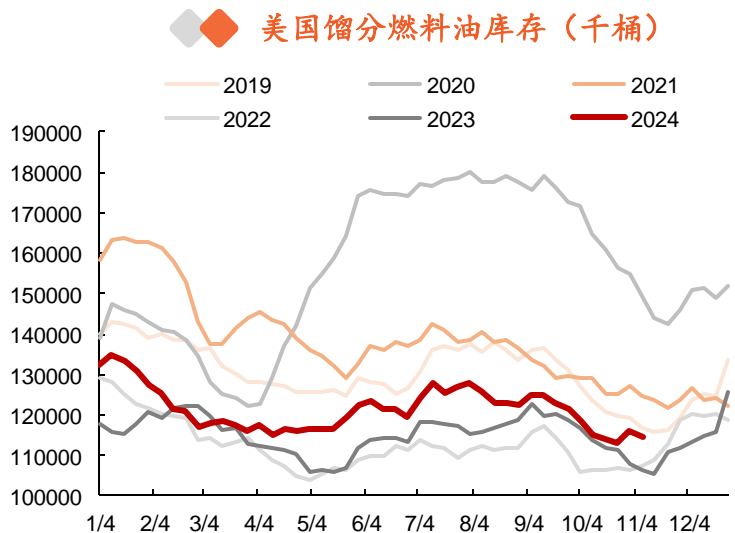
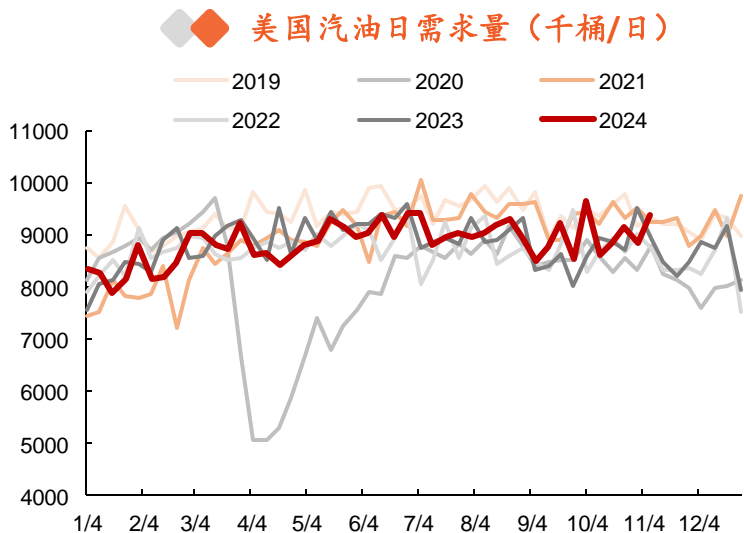
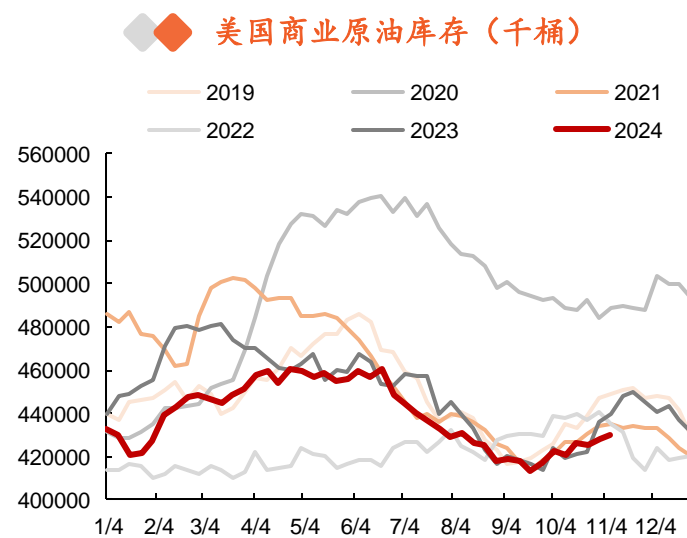
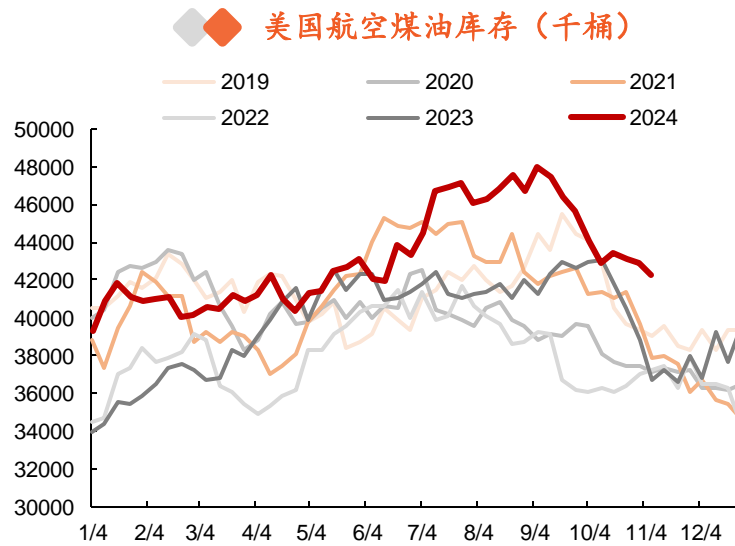
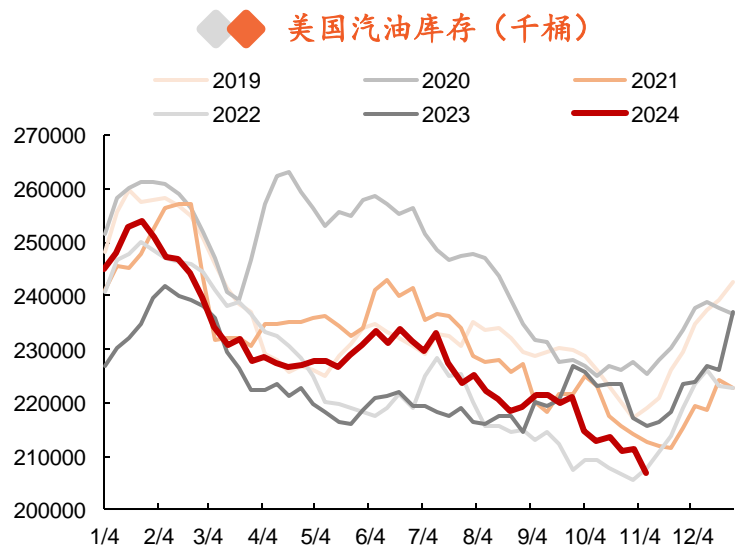
### IEA预测的中国原油需求变动



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8月报



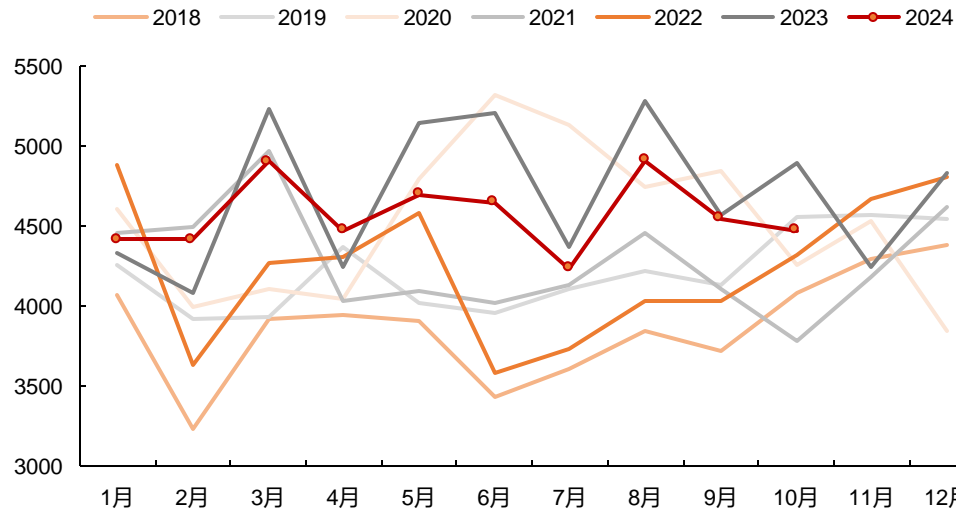
# 4.1 美国原油及成品油动态数据



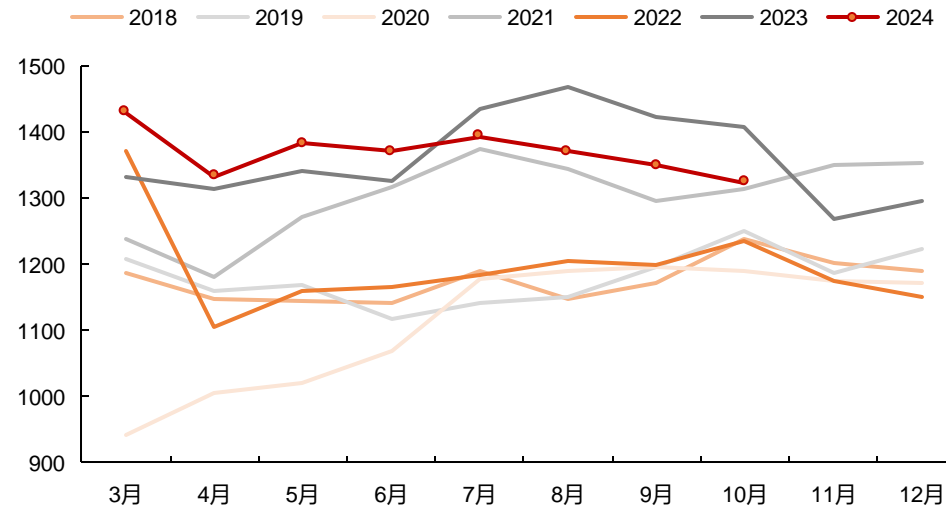
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 4.2 中国原油及成品油动态数据

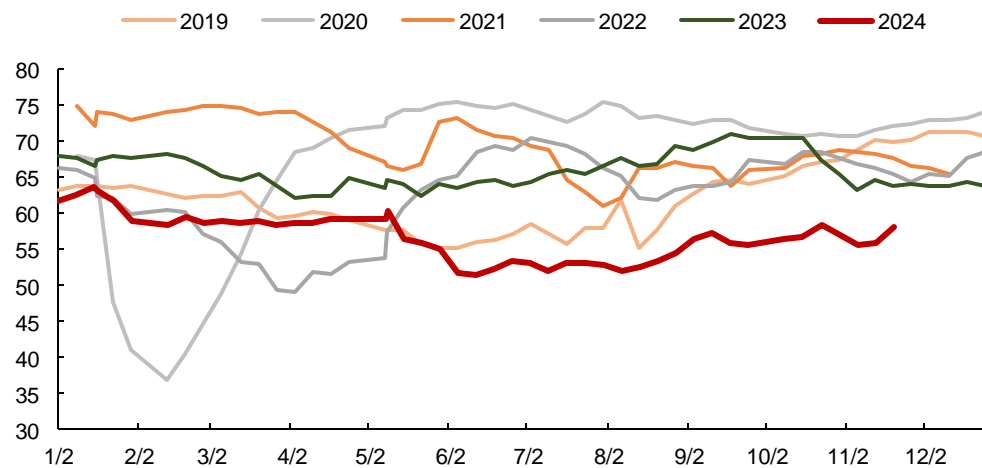
中国原油当月进口量 (万吨)



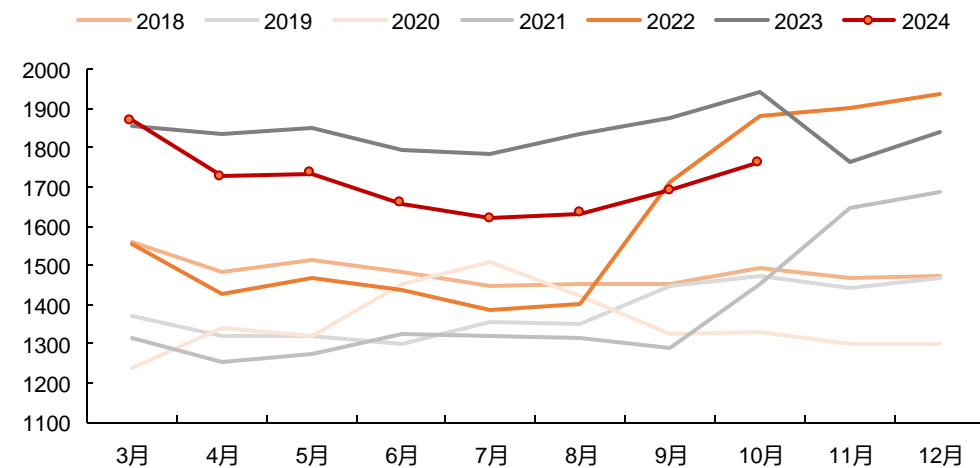
中国汽油月产量 (万吨)



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：**美国汽柴油需求表现仍较好，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；虽然OPEC+再次延长220万桶/日的自愿减产计划至今年底，但成员国间存在分歧，后续减产计划或较难维系，全球石油供应压力仍较大。参考历年四季度需求和油价普遍低于第三季度的情况，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；特朗普上台后，主张加大本土传统能源开发，油企或加大页岩油开采，以美国为首的美洲国家原油产量或加速增加；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。