

油价新时代，高位强支撑。 1) **需求：**加息尾声，欧美国家最艰难的时期或已过去，同时，中国经济稳步增长，印度或将进入人口红利驱动的中高速发展阶段。2024 年全球需求有望温和增长，原油增量约 140-225 万桶/日。2) **供给：**OPEC 预计 2023 年原油行业资本开支将见顶，供给端增长乏力。其中，美国的资本开支意愿明显减弱，Capex/CFO 自 2015 年不断下滑。从其产量趋势来看，库存井+优质井位的快速消耗使得美国在疫后第一年产量就恢复了 50%左右，而目前新井单井产量已回落至疫前水平，仅靠库存井维持当前产量只需 6.7 个月库存井就将被消耗殆尽，同时低资本开支意愿使得钻机、新井数量同步下滑，因此我们预计，1-2 年内美国的原油产量就会面临下滑。在此背景下，OPEC+作为唯一有大量闲置产能（660 万桶/日）的组织，具有绝对的油价调控权，而 OPEC+挺油价意愿较强，最新会议宣布 24Q1 要继续减产，尽管实际减产可能相比 23 年 11 月仅有 23 万桶/日，但若该产量维持全年，2024 年将存在 57-255 万桶/日的供需缺口，可能将油价中枢推涨至 85 美元/桶；若 OPEC+提产，考虑中东依赖于石油的财政支出及经济转型成本要求的高油价，叠加当前欧美的历史低库存，我们认为，油价依然能维持在 80 美元/桶左右的高位水平。

国内外天然气价差倒挂有望逐步缓解。 尽管欧盟今年新增的天然气气源只弥补了俄罗斯管道气 67.3%的缺口，但在欧洲疲软的内需和暖冬的作用下，欧盟天然气需求的大幅下滑使得供应问题并没有明显暴露。后续如果没有俄罗斯管道气全部断供和极寒天气同时发生的极端情况，明年二季度初欧盟的储气率可能在 60%以上，供应或相对充足，且全球的 LNG 出口和进口设施逐步投产，尤其是 2025-2026 年将迎来大规模的产能释放，因此国际气价将逐步回归理性，国内气价弹性将重新由国内需求主导，经济稳增长下，国内气价或温和上涨。

下游产能过剩，上游投资价值凸显。 2022 年，我国炼油总产能达到 9.2 亿吨/年，下游的乙烯、丙烯、PX 等炼化产品产能的急剧扩张使得行业利润面临压缩，利润向上游转移，同时行业结构性不足和过剩同时存在，因此，下游在逐步往规模化、一体化、高端化发展。而上游资本开支不足导致的原油产量增长受限，使得上游资产的稀缺性逐渐凸显，一方面，油价中枢将延续高位；另一方面，国外石油公司的 PB 得到显著提升，因此，国内上游板块的估值有望迎来修复，叠加国内石油央企的抗风险能力在今年得到有力凸显、及其高分红的属性，上游板块有望迎来价值重塑。

投资建议：上游高盈利持续，稀缺资产属性凸显，板块有望迎来价值重塑。标的方面，我们推荐以下三条主线：1) 油价中枢提高，国企改革持续推动国企资产优化，叠加高分红特点，石油央企估值有望提升，建议关注中国石油、中国海油、中国石化；2) 国内天然气市场化改革加速推进，建议关注产量处于成长期的新天然气、蓝焰控股；3) 国内油气上产提速，建议关注气井服务领域的稀缺标的九丰能源。

风险提示：地缘政治风险，伊核协议达成可能引发的供需失衡风险，全球经济衰退导致需求下行的风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601857	中国石油	6.77	0.82	0.97	0.99	8	7	7	推荐
600938	中国海油	19.84	2.98	2.76	2.86	7	7	7	推荐
600028	中国石化	5.28	0.55	0.61	0.69	10	9	8	推荐
603393	新天然气	30.08	2.18	2.20	3.43	14	14	9	推荐
000968	蓝焰控股	7.08	0.58	0.62	0.75	12	11	9	推荐
605090	九丰能源	28.23	1.74	2.41	2.87	16	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 20 日收盘价）

推荐
维持评级

分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

研究助理 王姗姗

执业证书：S0100122070013

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

相关研究

- 石化周报：OPEC+会议后油价持续下跌，当前价格或已触底-2023/12/09
- 石化周报：24Q1 基本面或有承压，低库存依然有力支撑底部油价-2023/12/02
- 石化周报：原油市场明年主基调需关注 11 月 30 日会议-2023/11/25
- 石化周报：美国数据喜忧参半，后续关注 OPEC+会议-2023/11/19
- 石化周报：油价跌至底部，反弹动力仍待观察-2023/11/11

目录

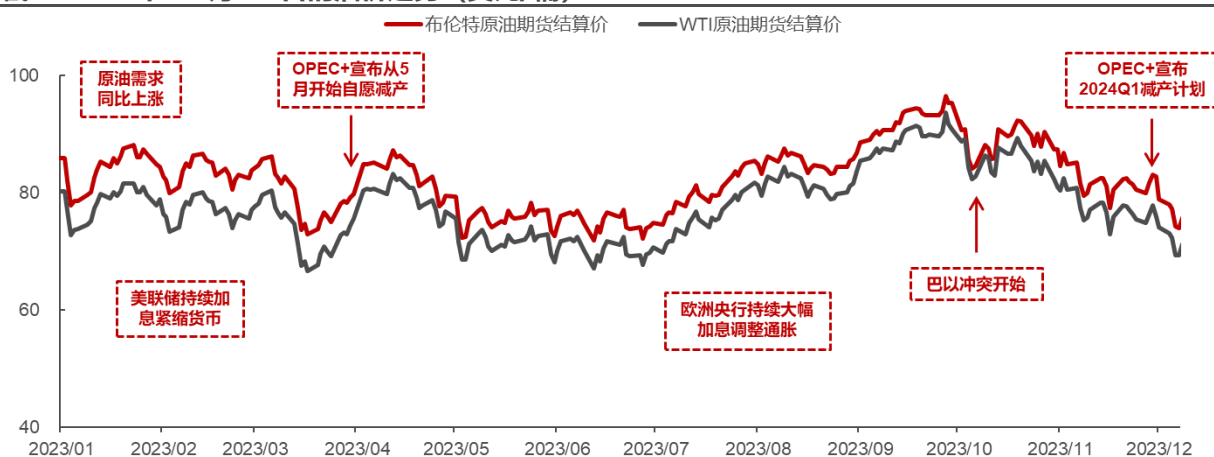
1 地缘冲突后油气价格回归理性	3
1.1 市场回顾：油气价格同比回落，年内宽幅震荡	3
1.2 行情回顾：上游逆势上涨，板块优于大盘	4
2 原油：价格在风险中波动，中枢在确定性中提升	5
2.1 中印增长主引擎推动全球需求温和上涨	5
2.2 资本开支有望见顶，2024 年供需延续紧平衡	8
2.3 历史低库存+中东转型财政诉求，油价底部支撑强	14
3 天然气：国际 LNG 设施陆续投产，价差倒挂或将缓解	16
4 炼化：产能过剩，产业利润向上游转移	19
5 投资建议	21
6 风险提示	24
插图目录	25
表格目录	26

1 地缘冲突后油气价格回归理性

1.1 市场回顾：油气价格同比回落，年内宽幅震荡

油价回归理性，价格或已探见底部。2023 上半年，在欧美国家持续加息的背景下，原油价格震荡下行，但随着 OPEC 在 5 月开始减产和出行旺季在三季度到来，原油行业供需缺口显现，油价在美联储加息过程中逆势上涨，并在巴以冲突激化下达到年内高点；四季度，由于淡季需求回落，以及市场对 OPEC+ 次年的产量政策较为担忧，油价再度下滑。

图1：截至 2023 年 12 月 19 日的油价走势（美元/桶）



资料来源：iFind，民生证券研究院

气价季节性波动，或难回到年初水平。2023 年第一季度受北半球气候偏暖、温度不及预期的影响，天然气价格从高点震荡下行；二三季度属于天然气消费淡季，气价低位盘桓，其中，三季度由于欧盟要加快储气为冬季做准备，市场对于天然气供应端的变化较为敏感，从而在澳洲 LNG 项目工人罢工、欧洲部分气田关闭和检修的影响下，气价大幅震荡；第四季度巴以冲突的开始及冬季供暖的需求使天然气总消费量上升，天然气价格季节性回暖。

图2：截至 2023 年 12 月 19 日的气价走势（美元/百万英热）

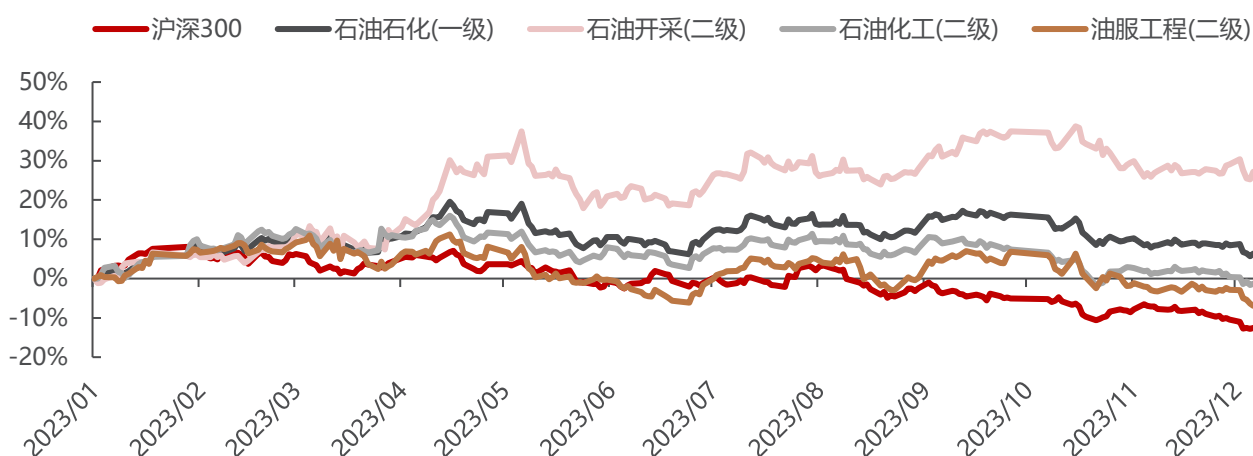


资料来源：iFind，民生证券研究院

1.2 行情回顾：上游逆势上涨，板块优于大盘

回望 2023 年，石油石化行业整体表现优于大盘，截至 2023 年 12 月 20 日，全年沪深 300 指数下跌 15.19%，同期中信石油石化板块上涨 4.12%，跑赢沪深 300。各子板块中，石油开采子板块表现较好，同期涨幅为 25.06%；石油化工子板块下跌 3.90%；油服工程子板块下跌 8.14%。

图3：截至 12 月 20 日，2023 年石油石化中信指数跑赢大盘

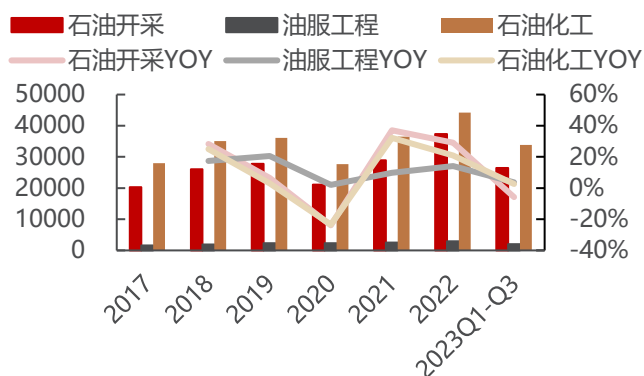


资料来源：wind，民生证券研究院

由于油价下滑，整个板块的收入出现下降，2023 年前三季度，石油石化板块的营业收入同比下降 1.09%，其中，石油开采子板块的收入降低 5.89%，油服工程、石油化工子板块的收入分别增 3.71%和 2.71%。

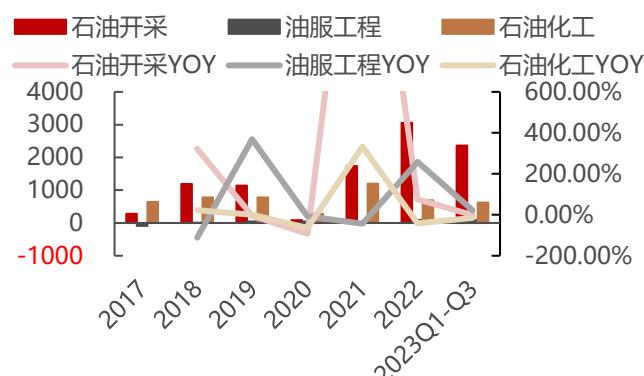
利润方面，2023 年前三季度，石油石化板块的归母净利润同比下滑 4.25%，主要是受石油化工子板块的影响。石油开采子板块归母净利润同比下滑 1.70%，但归母净利率得到小幅提升，同比上升 0.38pct 至 8.93%；油服工程子板块归母净利润同比增长 22.22%，归母净利率为 4.26%；石油化工子板块在上游成本较高和需求疲软的双重挤压下，归母净利润同比下滑 15.09%，归母净利率实现 1.85%。

图4：2023Q1-Q3 各子板块的收入和增速（亿元）



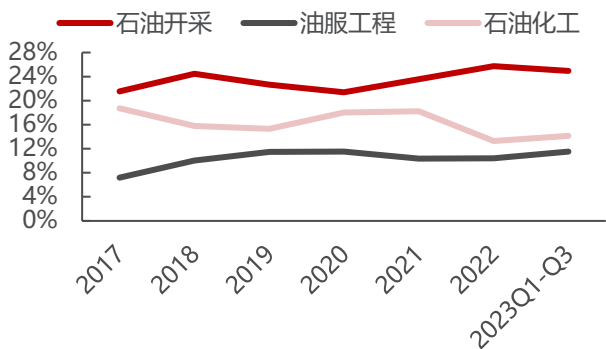
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2023Q1-Q3 各子板块归母净利润和增速（亿元）



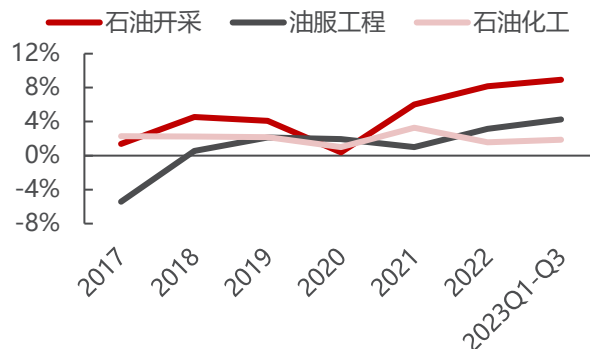
资料来源：wind，民生证券研究院

图6: 2023Q1-Q3 各子板块的毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2023Q1-Q3 各子板块的归母净利率



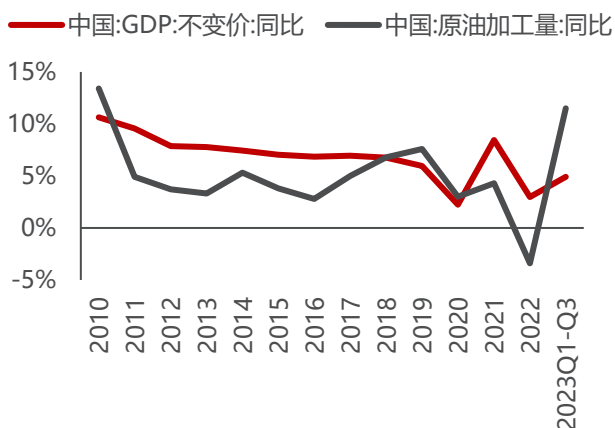
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 原油: 价格在风险中波动, 中枢在确定性中提升

2.1 中印增长主引擎推动全球需求温和上涨

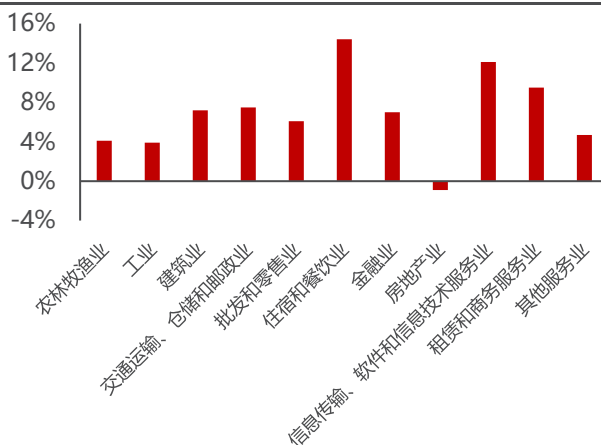
中国经济稳增长, 原油需求持续向上。原油作为运输燃料和工业原料, 其需求增速和宏观经济增长相对一致。2023 年前三季度, 国内 GDP 同比增速为 4.9%, 而中国的原油加工量同比增速达到 11.5%, 2023 年的改变主要是因为房地产的负增长对 GDP 产生了一定拖累, 而作为成品油主要下游的交通运输、仓储和邮政业 GDP 增速高达 7.5%, 拉动了成品油对原油的需求。2023 年前 10 月, 国内原油加工量达到 6.19 亿吨, 同比增速 11.6%; 其中, 国内的成品油消费实现 3.44 亿吨, 同比增速 23.4%; 成品油出口 5311 万吨, 同比增长 33.0%。尽管国内现阶段存在人口老龄化的问题, 经济增速或难以回到十年前的水平, 但经济长期高速增长创造了众多中产阶级的背景下, 新车销售、旅游服务需求等仍将对原油需求起到较强支撑。据 IMF 预测, 2024 年中国的 GDP 增速为 4.6%, 稳增长态势良好。

图8: 中国原油需求同步宏观经济保持稳步增长



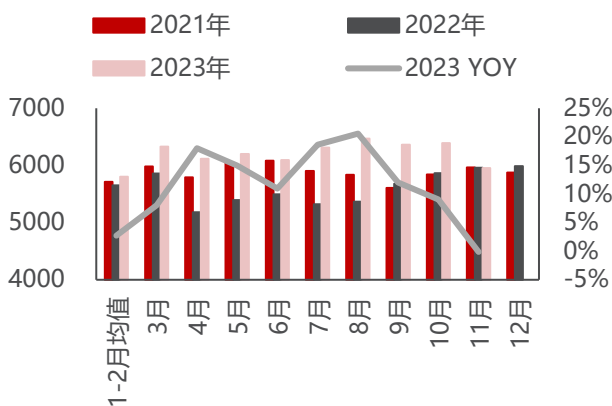
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2023 年前 9 月成品油下游的交运等主要行业 GDP 累计同比表现良好



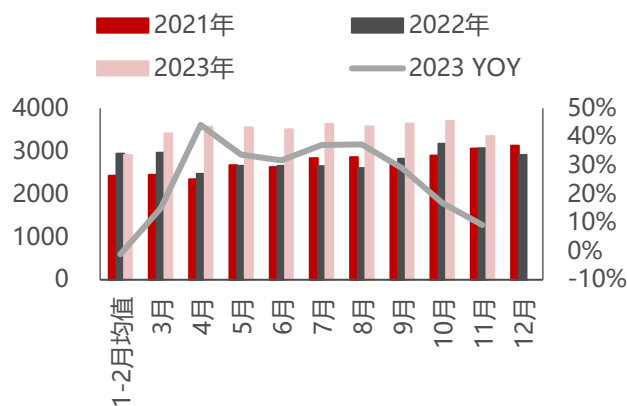
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2023 年前 11 月中国原油加工量同比增长 10.5% (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

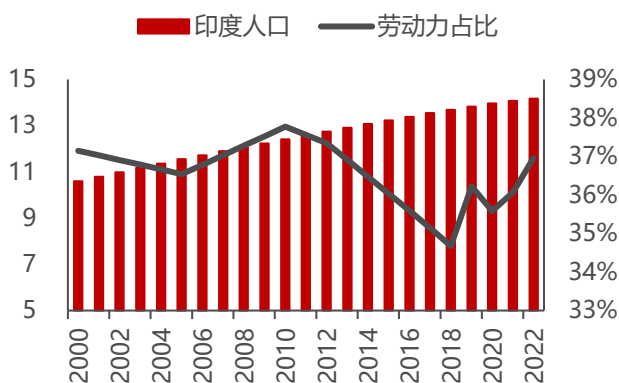
图11: 2023 年前 11 月成品油表观消费量同比增长 22.0% (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

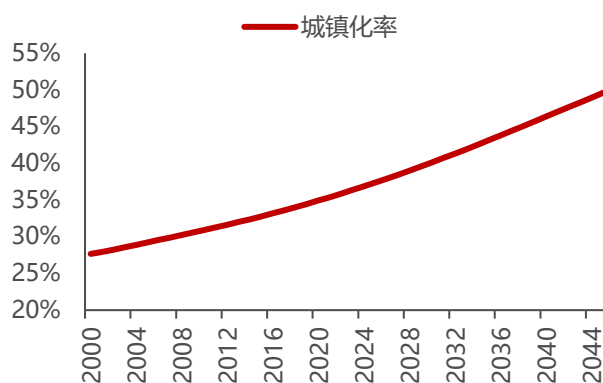
人口红利+城镇化率快速提升, 印度进入中高速发展阶段。据联合国经社部的最新估计, 2023 年印度人口将达到 14.3 亿, 超过中国人口数量, 且印度人口将在未来 20 年继续增长, 到 2045 年将达到 16.2 亿, 同时, 印度的劳动人口数量占比在逐步提升, 2022 年占 37.0%, 联合国预计, 到 2045 年印度劳动人口数量将扩大到 11 亿左右, 劳动人口占比有望提升至 67.9%。此外, 2022 年印度的城镇化率仅为 35.9%, 联合国预计 2045 年将达到 49.6%。在印度的人口、尤其是劳动人口快速增长和城镇化率迅速发展的背景下, 印度经济有望实现持续的扩张, 2023 年前 9 月, 印度 GDP 增速达到 7.64%。

图12: 印度劳动人口数量占比从 2018 年的 34.7% 提升至 2022 年的 37.0% (亿人)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 联合国经社部预计印度城市化率将快速增长

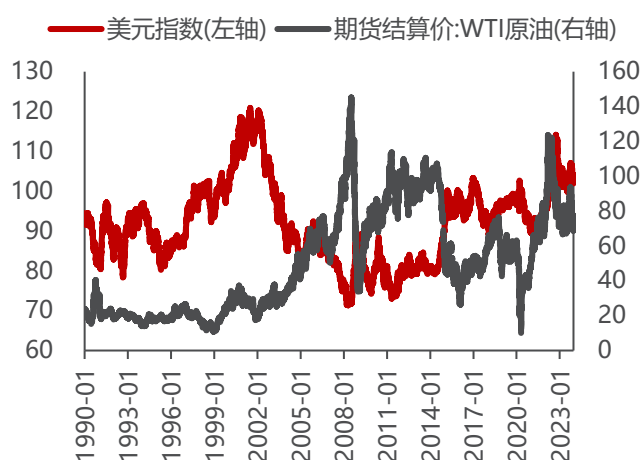


资料来源: wind, 民生证券研究院

加息尾声, 欧美最艰难的时期或已过去, 全球需求有望温和增长。回望前几次油价大幅下跌, 分别出现在 1997 年亚洲金融危机、2008 年全球次贷危机、2014 年页岩油革命导致供给大幅增长、2020 年全球爆发新冠疫情四个时段, 而当前时点区别于 2008 年的是, 2008 年前美联储开始降息时, 美国 CPI 并没有出现明显的缓和, 在 2008 年全球金融危机爆发之前, 美国经济呈现出滞涨的局面, 而本轮加息到目前的结果是美国经济存在韧性, GDP 同比增长且 CPI 回落明显。同时,

欧洲面临 2023 年较为低迷的经济景气度，停止加息的态度更为明确。因此，我们认为，随着欧美加息进入尾声，经济有望温和增长，从而不出现全球性经济危机的情况，原油的需求将会稳步上升。据 OPEC 预测，2023 年美洲 OECD 国家和欧洲 OECD 国家的石油需求分别+0.1 和-0.1 百万桶/日，而在 2024 年将分别+0.2 和+0.1 百万桶/日。全球来看，OPEC 预计 2024 年全球石油需求将增长 2.3 百万桶/日，其中，中国、印度、中东或是 2024 年发展最快的地区，石油需求有望增长 0.6、0.2、0.4 百万桶/日。

图14：除了 2022-2023 年美元指数和油价基本负相关（美元/桶）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：美国 CPI 已逐步回落



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：OPEC 预计欧洲 OECD 经济体 2024 年石油需求略有回升（百万桶/日）

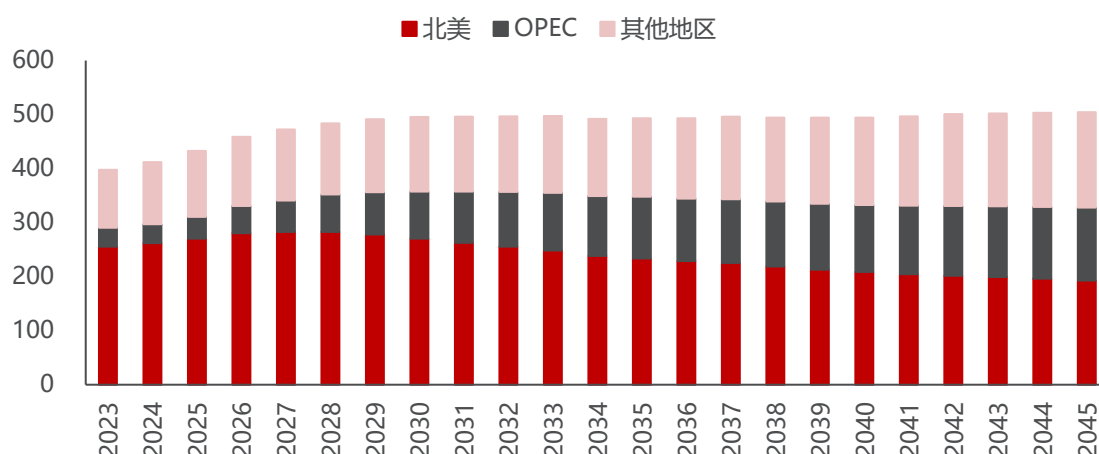
	2022	2023E	2024E	2025E
美洲 OECD 国家	25.0	25.1	25.3	25.5
欧洲 OECD 国家	13.5	13.4	13.5	13.5
亚太 OECD 国家	7.4	7.5	7.5	7.5
OECD 合计	45.9	46.0	46.3	46.5
中国	14.9	15.8	16.4	16.8
印度	5.1	5.4	5.6	5.9
其他亚洲地区	9.0	9.3	9.6	9.9
拉美地区	6.4	6.6	6.8	6.9
中东地区	8.3	8.7	9.1	9.4
非洲	4.4	4.6	4.7	4.9
俄罗斯	3.6	3.7	3.8	3.8
其他欧亚地区	1.2	1.2	1.2	1.2
其他欧洲地区	0.8	0.8	0.8	0.8
非 OECD 国家	53.6	56.0	58.0	59.6
全球	99.6	102.0	104.3	106.1

资料来源：OPEC，民生证券研究院

2.2 资本开支有望见顶，2024 年供需延续紧平衡

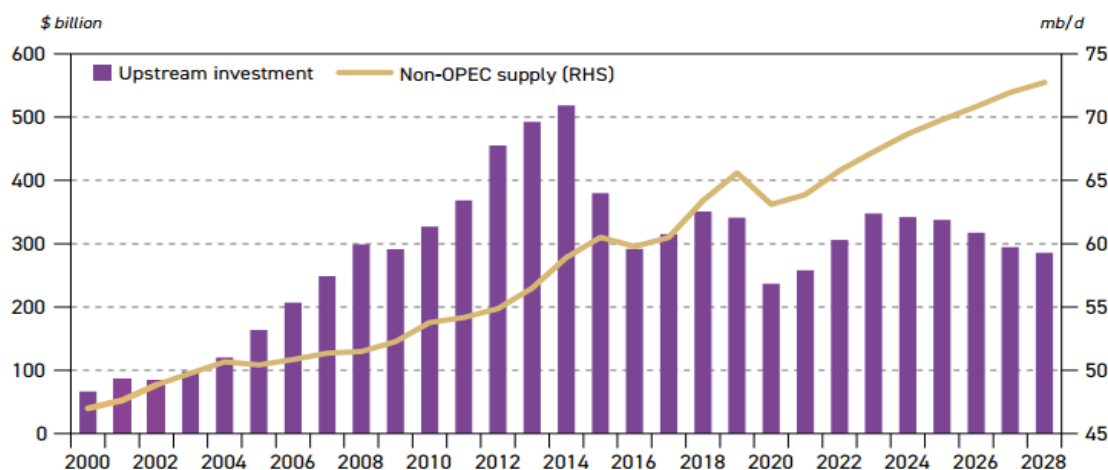
全球上游的资本开支增速明显放缓，原油资本开支 2023 年达峰。据 OPEC 预测，上游资本开支在 2023 年有望达到 3976 亿美元，其中北美的开支占比高达 64.3%；2030 年之后上游资本开支基本稳定、甚至有下滑的趋势，若考虑通胀和油气田的维护性支出，长期同等资本开支所能够变现的产量或许更为有限。仅从石油行业来看，在经历了 2020 年的疫情后，2022 年在高油价的驱动下，石油行业资本开支同比增长 22%，2023 年增速或达到 13%，与此同时，和上游相关的劳动力、原材料、能源等成本通胀问题也相当突出，2021 年以来，美国上游成本上涨了 23%，因此 2021-2023 两年原油行业的实际资本开支 CAGR 仅有 6%，相比之下 2021-2023 年油价中枢分别为 70.94/99.04/ 82.42 美元/桶，油价中枢的复合增长率实现了 7.69%。此外，OPEC 预计 2024 年开始原油行业的资本开支将出现下滑，而石油需求直至 2045 年依然保持稳步增长。

图16：OPEC 预计 2030 年之后上游资本开支基本稳定（十亿美元）



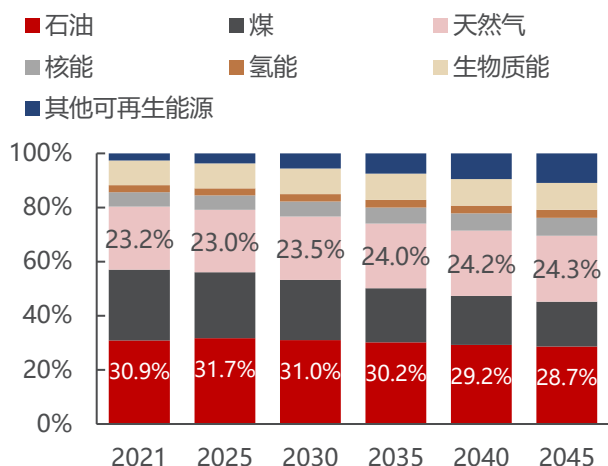
资料来源：OPEC，民生证券研究院

图17：OPEC 预计全球石油行业资本支出在 2023 年达峰（十亿美元）



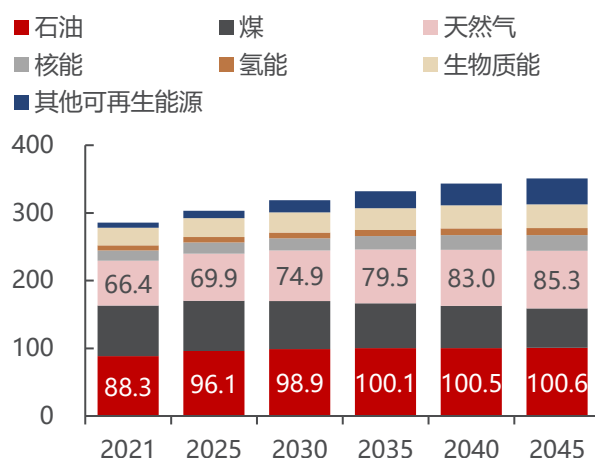
资料来源：OPEC，民生证券研究院

图18：截至 2045 年油气依旧是主要的消耗能源



资料来源：OPEC，民生证券研究院

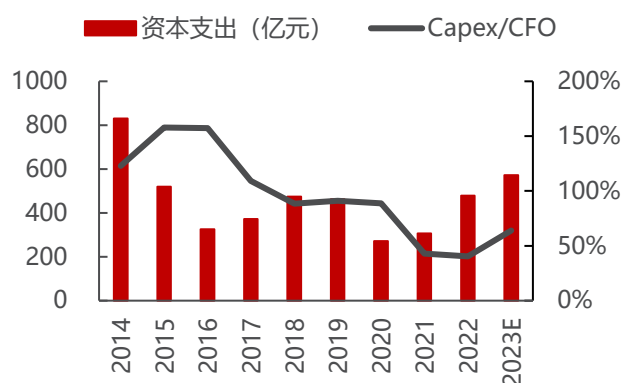
图19：截至 2045 年油气需求绝对量仍在增长（百万桶油当量/日）



资料来源：OPEC，民生证券研究院

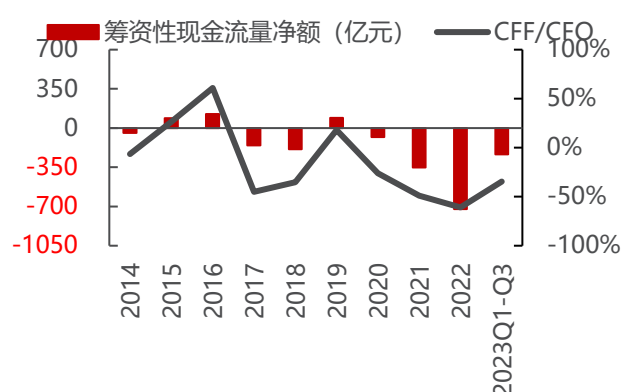
美国页岩油企业资本开支意愿较弱。油气产量的提升不仅需要投入日常性的资本支出来维持在产井的运营，还需要更多的资本支出实现新井的勘探开发，而在当前双碳政策的背景下，美国页岩油企业的资本投入意愿较低。据我们统计的 18 家美国页岩油企业的数据，自 2015 年以来，Capex/CFO 指标不断下滑，2022 年进一步下降至 40.39%。从现金流向来看，目前企业将现金用于偿还债务和支付股息的意愿较强，疫情后筹资性现金流净额相比经营性现金流净额的比重基本维持在 50%左右。

图20：美国页岩油企业 Capex/CFO 整体呈下降趋势



资料来源：wind，各公司公告，民生证券研究院

图21：美国页岩油企业还债和支付股利的意愿较强



资料来源：wind，民生证券研究院

美国产量增长难以持续。自 2020 年下半年以来，美国原油产量持续提升，从月均口径来看，美国原油产量从 2020 年的低点 971.4 万桶/日提升了 352.2 万桶/日至今年 9 月的 1323.6 万桶/日，这主要是在需求回暖、油价反弹的支撑下，企业快速消耗库存井（即开钻未完井），从而缩短投产周期、快速提产，同时由于公司优先选择成本低、易开采的井位，新井单井产量在 2020 年下半年明显抬升，这些因素使得疫后第一年产量恢复了 50%左右。随着优质井位的消耗，新井单井产量逐步回落，目前已回落至疫前水平，同时，页岩油企业快速扩张积累的库存产能在

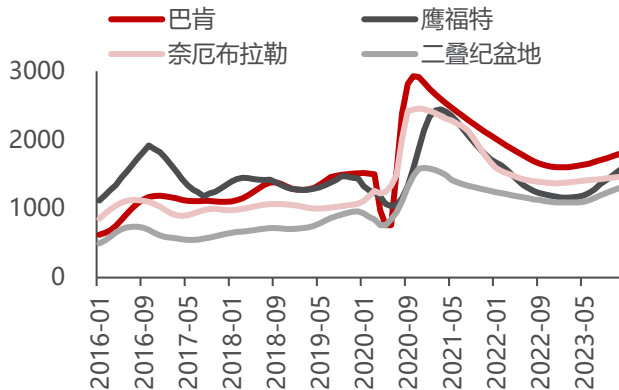
近三年已经消耗了一半，因此，库存井+优质井位所带来的产量释放或已见顶，后续产量的持续释放则需要新的资本开支和新的钻机钻井，然而，在企业资本开支意愿较低背景下，原油钻机数量和新钻井数已经在 2023 年初出现下降，对于产量一年后就衰减 40-50%的页岩油井而言，当前产量水平较难维系。

图22：美国原油产量 2023 下半年有所提高



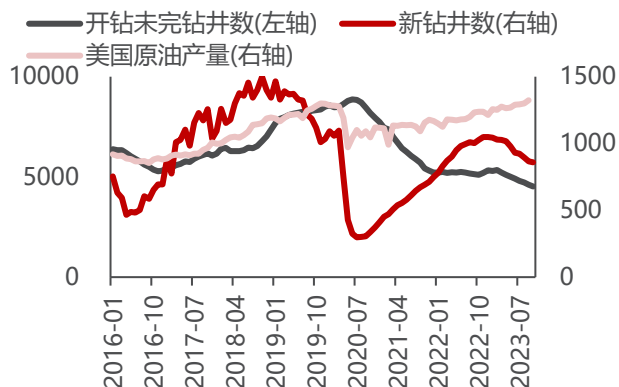
资料来源：wind，民生证券研究院
注：上表产量是美国的周度产量数据

图23：新井单井产量回到疫前水平（桶/日）



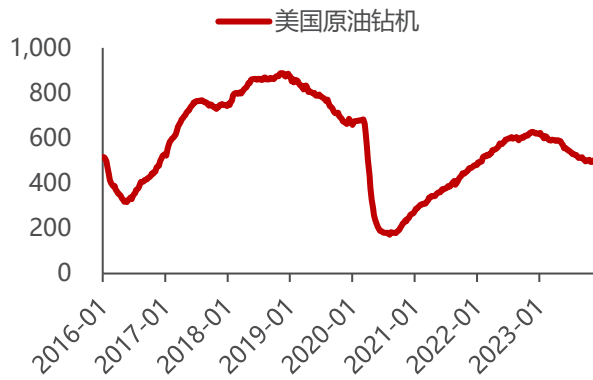
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：美国原油钻机数量自 2023 年下降（口，万桶/日）



资料来源：wind，民生证券研究院
注：上图产量是美国的月度产量数据

图25：美国的新钻井和库存井持续下滑（部）



资料来源：wind，民生证券研究院

两年内美国原油产量或面临下滑。疫情前库存井的累计主要是大量资本开支投入到新钻井项目中，而 2022 年以来，即使新钻井数量已经高于库存井数量，但在页岩油井高产周期短和提产紧迫的压力下，库存井数量也仅维持不下滑，随着新钻井数量的下降，库存井数量再次回落，叠加优质井位大多已被开采，美国的原油产量或在新井、库存井、单井产量同步下滑的趋势下面临回落。据我们测算，2023 年前 9 个月，美国为了弥补衰竭井的产量和新增原油产量，前 9 个月新井带来的月均增量为 89 万桶/日，参考 12 月二叠纪盆地新井的单井产量 1319 桶/日，则美国维持当前产量并持续小幅增长至少需要每个月的完工井数量为 674 口。考虑到二叠纪盆地资源富集优质、单井产量较高，因此，实际美国的新井单井产量会略低一些，从而在假设维持当前产量需要的完工井数量为 674 口时，我们测算，极

端条件下没有新钻井的话，美国的库存井仅需 6.7 个月就被消耗殆尽；而在资本开支力度不足、新钻井数量下降的情况下，1-2 年内美国的原油产量也会面临下滑。

图26：美国完工井数跟随新钻井数量下滑（口）



资料来源：wind，民生证券研究院

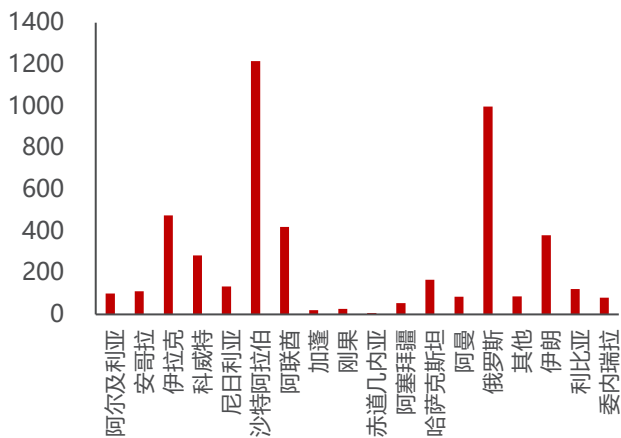
图27：最理想状态下美国维持当前产量需要月度完工井数量为 674 口

实际产量和相关假设	
2023年前9个月月均完工井数量(口)	785
2023年前9个月二叠纪盆地新井月均产量(桶/日)	1131
2023年前9个月新井月均增产量(万桶/日)	89
参考12月二叠纪盆地新井单井产量(桶/日)	1319
所需新完工井数量	674

资料来源：wind，民生证券研究院预测

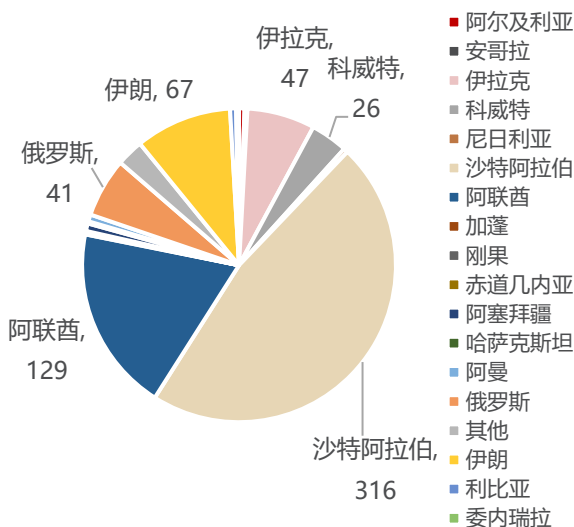
OPEC+作为当前唯一有闲置产能的国家，具有油价的绝对调控权。OPEC 最初于 1960 年成立，成立初衷主要是亚、非、拉石油生产国共同协调石油政策、反对西方石油垄断资本的剥削和控制；目前，OPEC+成员国总产能达到 4766 万桶/日，超过全球总供给的 40%以上，2023 年 11 月，OPEC+总产量为 4106 万桶/日，相比 23Q3 平均产量 10109 万桶/日比重达到 40.6%。在其他国家增产困难的背景下，OPEC+组织的闲置产能达到 660 万桶/日，这使得 OPEC+拥有了决定油价走势的关键力量。其中，沙特、阿联酋在 OPEC+组织中的闲置产能分别达到 47.9%和 19.6%，尽管俄罗斯和伊朗也有较高的限制产能，但因为受到欧美国家制裁，限制产能难以大量释放。

图28：OPEC+合计产能为 4766 万桶/日，占全球的 40%以上（万桶/日）



资料来源：IEA，民生证券研究院

图29：11月 OPEC+的闲置产能达 660 万桶/日（万桶/日）



资料来源：IEA，OPEC，Bloomberg，民生证券研究院

24Q1 期间 OPEC+自愿减产持续，若兑现需进一步减产 55 万桶/日。2023 年 11 月 30 日，第 36 届 ONOMM 会议结果表明，OPEC+成员国将在明年一季

度自愿减产 219.6 万桶/日，并宣布此次减产基于 2023 年 6 月第 35 届 ONOMM 会议设定的 2024 年产量配额，是对 2023 年 4 月宣布、并后续延长到 2024 年底的自愿减产的补充。数据直观来看，减产规模虽然较高，但其中，沙特的减产是对 2023 年下半年额外减产 100 万桶/日的补充，俄罗斯的减少出口 50 万桶/日（包含原油 30 万桶/日和成品油 20 万桶/日）基于 2023 年 5-6 月的水平，因此，实际减产达不到 200 万桶/日，考虑到俄罗斯减少的是出口并非产量，所以假设俄罗斯本次的自愿减产不对产量产生影响，那么，在各个国家均兑现自愿减产的情况，24Q1 的产量相比 2023 年 11 月产量还需减少 54.6 万桶/日。

表2：第 36 届 ONOMM 会议宣布 24Q1 自愿减产规模为 219.6 万桶/日

单位：万桶/日	24Q1 产量配额	2023 年 4 月宣布的自愿减产规模	2023 年 11 月宣布的自愿减产规模	24Q1 自愿减产后的目标	2023 年 11 月产量	减产需要量
阿尔及利亚	100.7	4.8	5.1	90.8	96.2	-5.4
安哥拉	111.0			111.0	113.0	-2.0
伊拉克	443.1	21.1	22.3	399.7	427.8	-28.1
科威特	267.6	12.8	13.5	241.3	257.1	-15.8
尼日利亚	150.0			150.0	137.0	13.0
沙特阿拉伯	1,047.8	50.0	100.0	897.8	899.8	-2.0
阿联酋	321.9	14.4	16.3	291.2	290.9	0.3
加蓬	17.7	0.8		16.9	21.8	-4.9
刚果	27.7			27.7	25.8	1.9
赤道几内亚	7.0			7.0	5.6	1.4
OPEC-10 国	2494.5	103.9	157.2	2233.4	2275.0	-41.6
阿塞拜疆	55.1			55.1	48.7	6.4
哈萨克斯坦	162.8	7.8	8.2	146.8	168.5	-21.7
阿曼	84.1	4.0	4.2	75.9	80.2	-4.3
俄罗斯	994.9	50.0	50.0	944.9	956.8	-11.9
巴林	19.6			19.6	4.0	15.6
文莱	8.3			8.3	7.9	0.4
马来西亚	40.1			40.1	37.4	2.7
苏丹	6.4			6.4	3.5	2.9
南苏丹	12.4			12.4	15.5	-3.1
非 OPEC 的 OPEC+ 国家	1383.7	61.8	62.4	1309.5	1322.5	-13.0
合计	3878.2	165.7	219.6	3542.9	3597.5	-54.6

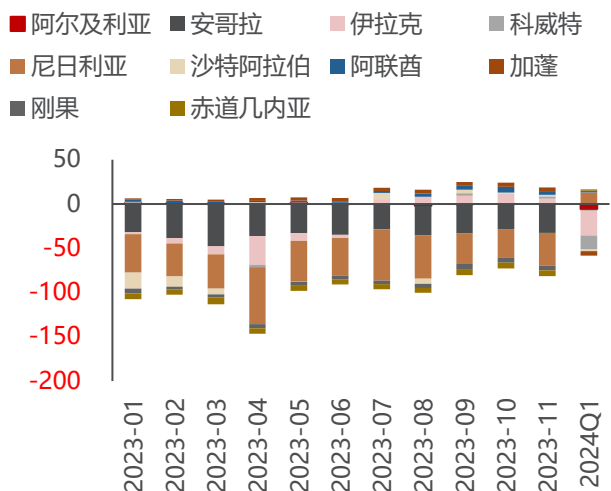
资料来源：OPEC, Bloomberg, 民生证券研究院

注：俄罗斯 2023 年 11 月宣布的是减少出口 50 万桶/日（包含原油 30 万桶/日和成品油 20 万桶/日），产量是否减少不明确，因此假设其 24Q1 产量未减少

考虑超产国家的个别意愿，实际减产量可能不到 59 万桶/日。2023 年下半年以来，巴林和马来西亚产量一直较为稳定，相比产量目标长期未达产可能是口径问题或提产困难影响；伊拉克、阿联酋的上一轮自愿减产执行率相对较低，平均超产量均为 5 万桶/日左右；部分非洲国家对减产态度较为抗拒，据财联社 12 月 1 日报道，安哥拉拒绝执行欧佩克石油减产配额，将维持 118 万桶/日的产量、高于 111 万桶/日的配额。考虑这些因素导致的部分国家难以实现提产、以及部分国家可能

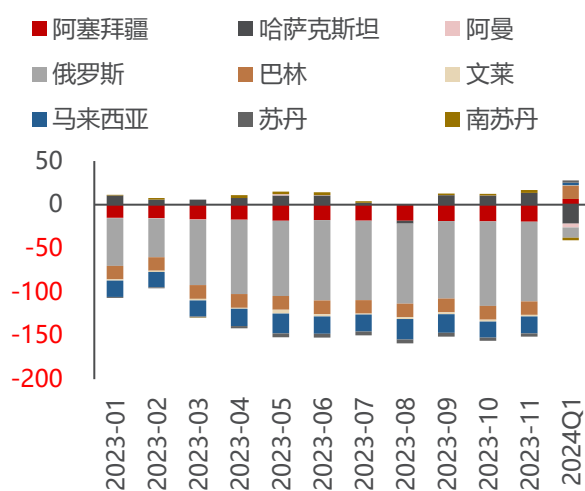
减产执行情况较差，预计 24Q1 相比 23 年 11 月的实际减产量可能在 23 万桶/日左右。

图30：参与减产协议的 OPEC 国家的实际产量和目标产量的差值（万桶/日）



资料来源：IEA, OPEC, 民生证券研究院

图31：参与减产协议的 OPEC+国家的实际产量和目标产量的差值（万桶/日）



资料来源：IEA, OPEC, Bloomberg, 民生证券研究院

2024 年原油供需或仍存在缺口。EIA 的 12 月石油月报显示，EIA 预计 OPEC 将在 24Q2、24Q3 提产，但 2024 全年的供需依然存在缺口 15 万桶/日。结合 EIA 和 OPEC 数据，我们假设 24Q1 期间 OPEC 减产 23 万桶/日，24Q2-24Q4 其产量政策视需求增长程度而变化，由于 OPEC 和 EIA 预期 2023 年的需求相比 2022 年分别增长 245 和 185 万桶/日，而对于 2024 年的需求预期分别增长 225 和 134 万桶/日，在 2023 年的经济增长速度下，OPEC 全年不仅没有增产、甚至宣布减产，因此，我们假设在当前的需求预期下，OPEC 在 24Q2-24Q3 期间产量维持 24Q1 的水平不变，则 2024 年供需缺口为 57-255 万桶/日。

OPEC 可灵活提产的空间至少有 35 万桶/日，即使 OPEC 提产，油价依然有望维持高位。据 OPEC 数据，2024 年的需求预期为 10436 万桶/日、非 OPEC 和 OPEC 非常规油的供给预期为 7447 万桶/日，因此，OPEC 可产产量约 2989 万桶/日，相比 23Q3 的实际产量水平存在 233 万桶/日的提产空间（本段的增产和减产都是对比同口径下的 23Q3 实际产量），且 OPEC 预测下 2024 年维持供需平衡时四个季度的 OPEC 可提产空间都在 190 万桶/日以上，考虑 OPEC 维持油价的较强意愿，我们认为其很难提产到该水平，因此 2024 年即使 OPEC 提产，原油供需依然有望维持紧平衡。根据 EIA 的数据来看，EIA 对 2024 年的需求预期仅为 10234 万桶/日，在维持供需平衡时 OPEC 可提产的空间有 35 万桶/日，尽管在需求的悲观预期下该空间较小，但我们认为 OPEC 整体对油价的诉求或将使其保持谨慎增产的态度，从而原油供需的紧平衡依然有望维持油价高位。

表3：OPEC 和 EIA 口径下的供需缺口预测

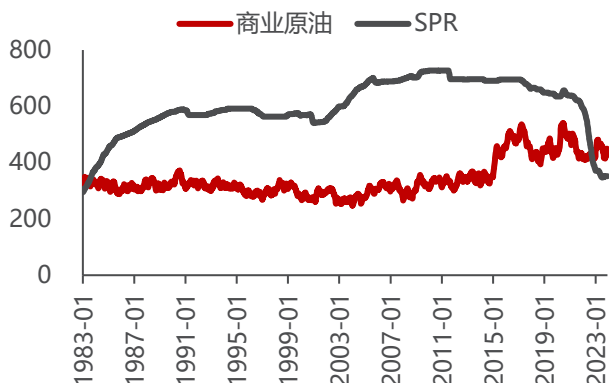
OPEC 口径											
单位：百万桶/日	2022	2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
需求	99.66	102.11	101.57	101.47	102.12	103.28	104.36	103.60	103.64	104.80	105.38
供给	100.07		101.97	101.37	101.28						
非OPEC和OPEC非常规油	71.21	73.03	73.15	73.10	73.72	72.16	74.47	73.91	74.13	74.61	75.20
OPEC	28.86		28.84	28.27	27.56	27.56	27.34	27.34	27.34	27.34	27.34
供需缺口	0.41	28.06									
供需缺口预测			0.40	-0.10	-0.84		-2.55	-2.35	-2.17	-2.85	-2.84
OPEC 提产空间测算											
OPEC 可产量							29.89	29.69	29.51	30.19	30.18
OPEC 可提产量							2.33	2.13	1.95	2.63	2.62
EIA 口径											
单位：百万桶/日	2022	2023	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2024	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
需求	99.15	101.00	99.95	100.90	101.49	101.62	102.34	102.00	102.04	102.65	102.67
供给	99.99	101.62	101.11	101.46	101.65	102.24	102.19	101.20	102.07	102.71	102.79
非OPEC和OPEC非常规油	71.32	73.60	72.65	73.08	74.15	74.52	74.49	74.09	74.21	74.69	74.97
OPEC	28.67	28.01	28.46	28.38	27.50	27.72	27.70	27.11	27.85	28.01	27.82
EIA 供需缺口预测	0.84	0.62	1.16	0.56	0.16	0.62	-0.15	-0.80	0.03	0.06	0.12
供需缺口预测							-0.57	-0.63	-0.55	-0.68	-0.42
OPEC 提产空间测算											
OPEC 可产量							27.85	27.91	27.83	27.96	27.70
OPEC 可提产量							0.35	0.41	0.33	0.46	0.20

资料来源：EIA，OPEC，民生证券研究院预测

2.3 历史低库存+中东转型财政诉求，油价底部支撑强

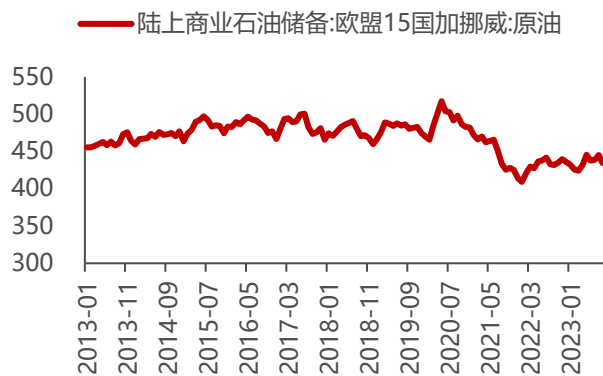
欧美库存历史低位，对油价形成较强支撑。美国的战略原油储备在经历了2021年以来的不断释放之后，现阶段的库存已接近20世纪80年代的水平。按照2023年前11个月美国炼油的日均需求1583万桶来算，截至12月8日的3.52亿桶SPR储备和4.41亿桶的商业原油库存仅够维持50天的消费量，因此，美国当前的库存释放空间已经非常小。此外，美国计划要将SPR补充到俄乌冲突之前的水平，参考2022年2月末的SPR即58002万桶，美国仍需补库22811万桶。目前，美国的补库行动已经开启，2023年12月已采购273万桶SPR，均价79.1美元/桶；据其短期补库计划，美国2024年1月仍将购买327万桶SPR。若按照这两个月美国的补库速度——月均补库300万桶，则至少需要6.3年才能补回到俄乌冲突前的库存水平，叠加当前供给增长不足，美国的补库不仅将进一步加剧供需紧平衡局面，而且低库存的长期性也将对油价形成强支撑。

图32: 美国原油库存处于低位 (百万桶)



资料来源: wind, 民生证券研究院

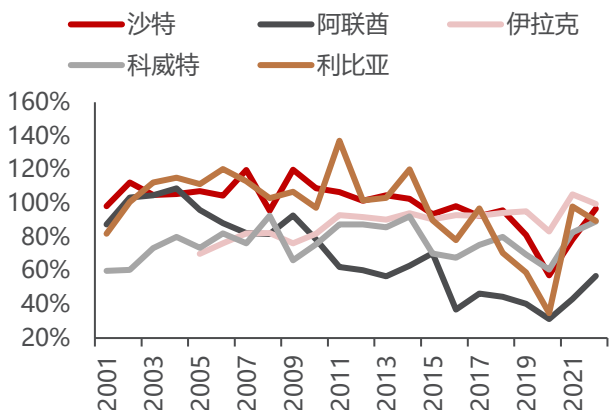
图33: 欧洲原油库存处于低位 (百万桶)



资料来源: wind, 民生证券研究院

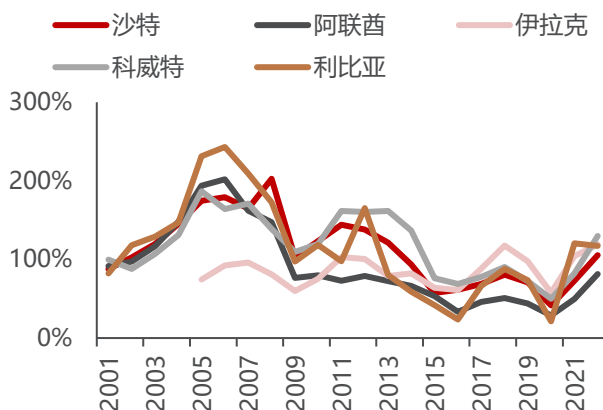
弱经济复苏+经济转型诉求, 中东国家对于石油的依赖更强。对石油出口国而言, 石油出口收入是经济来源的一个重要方面, 2022 年沙特、阿联酋的石油出口相比 GDP 的占比为 29.4%、18.7%; 伊拉克和科威特的占比在 50%左右; 利比亚等非洲国家则占到 90%左右。若对比财政收入, 除了阿联酋以外, 其他主要 OPEC+ 国家的石油出口相比财政收入的比重则达到了 90%左右。由于疫情后的经济重建对于财政支出有较高要求, 2021-2022 年中东国家对于财政平衡下的要求油价显著高于 2020 年, 数据显示, OPEC+ 主要国家的石油出口与财政收支的比例在 2020 年前呈现下降趋势, 而后依赖性快速提升。据 IMF 预测, 尽管随着疫情影响消退, 2024 年的财政平衡油价有所下降, 但主要产油国中除了阿联酋、阿曼以外, 其他国家油价诉求都在 60 美元/桶以上, 其中, 沙特的要求的平衡油价是 79.7 美元/桶; 且在全球经济弱复苏的背景下, 中东和非洲国家对于石油收入的依赖性将不降反增, 这将使得当前的高油价长期维持。此外, 对于 OPEC 成员国中产能最高的沙特阿拉伯而言, 其王储计划的“2030 年愿景”是沙特经济转型的核心项目, 尽管其长期的目标是摆脱对石油的收入依赖, 但是中期内的经济改造成本来源则主要来自于石油收入, 因此, 经济转型要求的高成本使得沙特的油价诉求更加强烈。

图34: 除了阿联酋以外主要的 OPEC+ 国家的石油出口/财政收入的比例基本在 90%左右



资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 近几年 OPEC+ 国家的石油出口/财政支出比重回升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图36: 中东国家对油价有更高的要求 (美元/桶)

	2020	2021	2022	2023E	2024E
阿尔及利亚	89.6	111.4	109.8	118.3	145.1
阿塞拜疆	65.7	57.9	67.3	79.7	88.4
巴林	120.6	131.6	136.5	108.3	96.9
伊朗	546.5	272.3	268.5	307.4	317.4
伊拉克	56.6	53.3	70.6	97.7	97.9
哈萨克斯坦	192.1	183.5	95.5	94.4	99.2
科威特	76.6	69.1	49.0	64.8	63.8
利比亚	141.7	52.2	68.0	68.2	64.3
阿曼	86.4	76.7	62.7	54.3	54.8
沙特阿拉伯	76.3	83.6	87.9	85.8	79.7
阿联酋	51.7	53.0	46.4	56.0	58.3

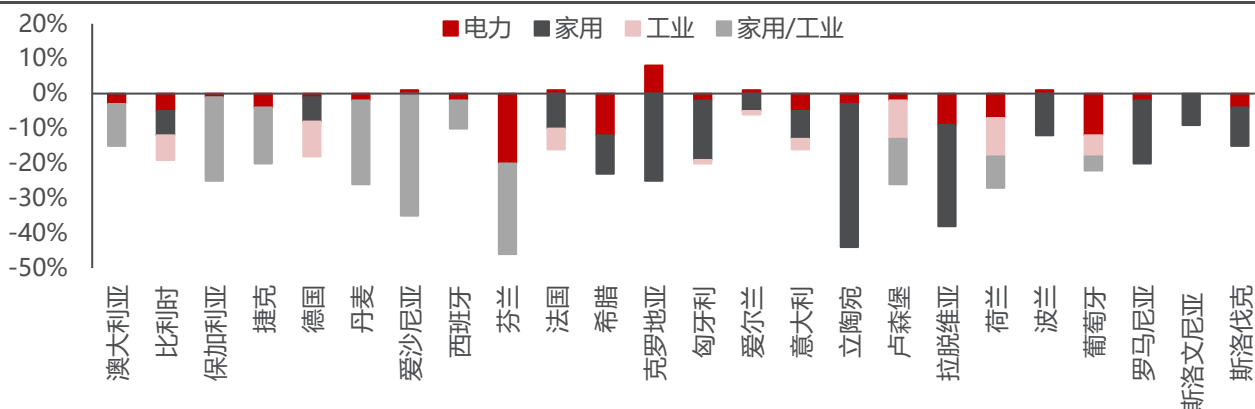
资料来源: IMF, 民生证券研究院

综合来看, 我们认为, 若 OPEC+年内不提产, 2024 全年布伦特原油期货价格中枢可能在 85 美元/桶左右, 同比 2023 年的 82.25 美元/桶 (截至 2023 年 12 月 19 日) 有望增长 3%; 若 OPEC+提产, 考虑中东依赖于石油的财政支出及经济转型成本要求的高油价, 叠加当前欧美的历史低库存, 我们认为, 油价中枢依然能维持在 80 美元/桶左右的高位水平。

3 天然气: 国际 LNG 设施陆续投产, 价差倒挂或将缓解

欧盟内需下滑是导致其天然气进口需求下降的主要原因。据Bruegel数据, 2023年上半年, 欧洲的天然气需求出现大幅下滑, 在各欧盟成员国中, 仅波兰、克罗地亚等国家的天然气发电需求上涨, 而家用气需求大多下滑10%以上, 在需求回落的作用下, 2022年8月-2023年7月, 欧盟天然气进口量仅有3380TWh, 进口需求同比下降19.29%, 减少的用气来源主要是俄罗斯的管道气。

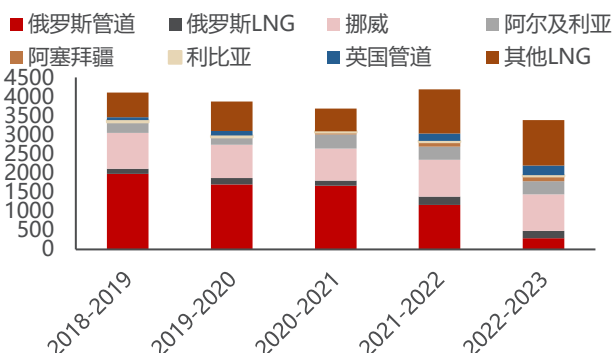
图37: 相比 2019-2021 年平均需求, 2023 年 1-6 月欧盟各国的工业和家庭用气需求大幅下降



资料来源: Bruegel, 民生证券研究院

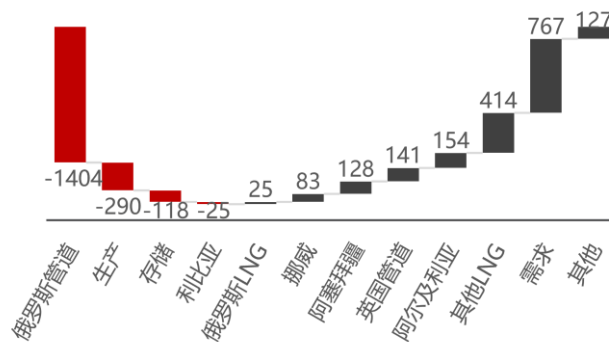
欧盟增加的来源于挪威、阿尔及利亚等国家的管道进口气和其他国家的LNG并不能弥补断供的俄罗斯管道气。从气源结构上看，俄罗斯管道断供量的替代气源主要是其他国家的LNG增量以及挪威、阿塞拜疆、英国、阿尔及利亚的管道气，然而，这部分替代气的量仅有945TWh（约945亿立方米），实际并没有弥补缺口，但今年欧洲较差的需求情况使得天然气供应问题并没有暴露。

图38：欧盟天然气进口需求大幅下降（TWh）



资料来源：Bruegel，民生证券研究院
注：以前年8月-当年次月为一个年度周期

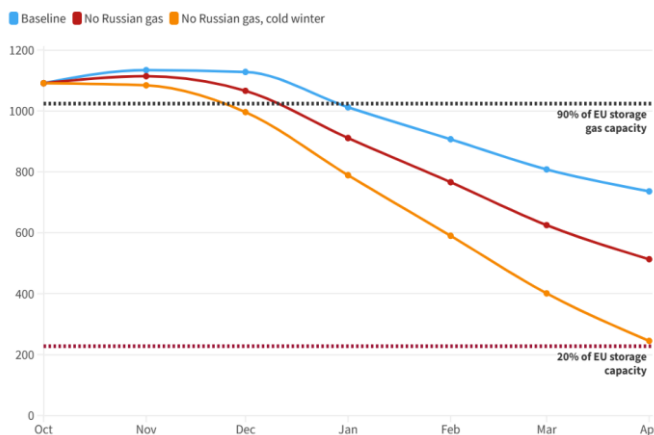
图39：欧盟来自于俄罗斯的管道进口天然气被欧美、非洲、其他国家的LNG等替代（TWh）



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

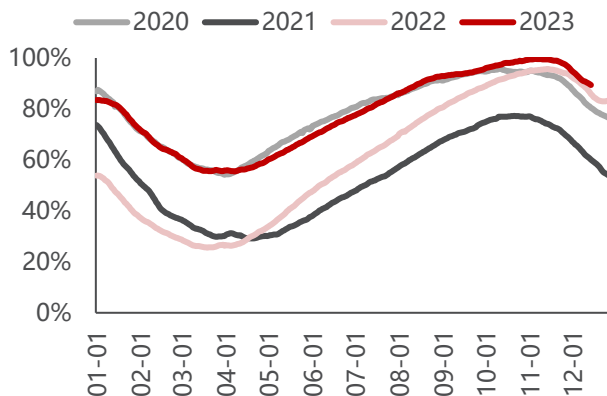
非极端情况下，欧盟天然气供应或相对充足，价格季节性回升，但无其他外因刺激下价格或难回到2023年初的水平。据Bruegel估计，在极端情况——俄罗斯管道气全部断供和极寒天气同时发生时，欧盟的储气量会被迅速消耗，在冬季结束、即2024年4月的时候达到245TWh左右，储气率约21.53%，此时欧盟或将面临供应安全问题；若两个情况都未发生，则欧盟明年4月的储气率可能将高于60%，远高于欧盟2021-2022年同期的储气水平，因此，非极端情况下，欧盟天然气供应或相对充足。然而，随着天然气需求的季节性增加，天然气价格仍有望保持季节性回升的趋势，只是回到年初的高价水平可能较为困难。

图40：非极端情况下2023-2024年冬季欧盟天然气供应相对充足



资料来源：Bruegel，民生证券研究院

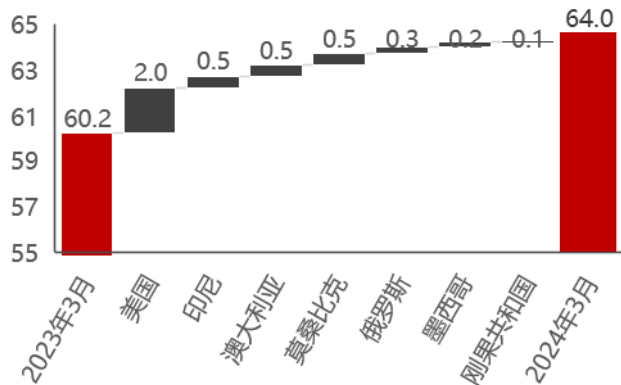
图41：12月14日欧盟天然气储气率为89.37%



资料来源：GIE，民生证券研究院

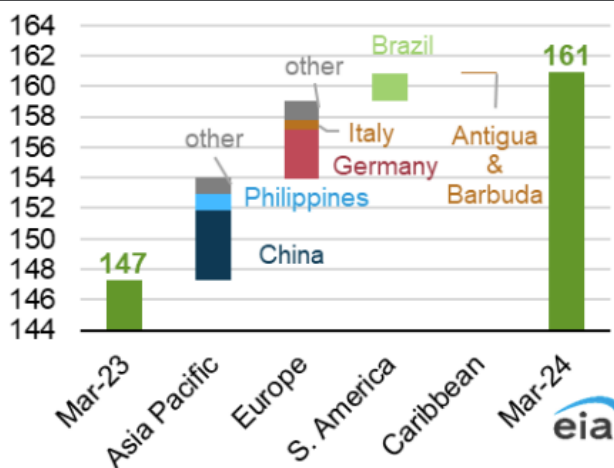
全球 LNG 出口和进口设施逐步投产，国际天然气价格弹性空间有限。在 2022 年高气价和供应不足的驱动下，今年全球天然气的液化出口能力和 LNG 气化接收能力均有扩大。美国 Freeport LNG 项目出口能力的恢复使得全球 LNG 生产和出口能力增加了 20 亿立方英尺/日，且据 EIA 数据，今年冬天印尼、澳大利亚等地区的 LNG 出口能力也有所增加，EIA 预计截至 2024 年 3 月的一年内，全球 LNG 出口产能将增加 38 亿立方英尺/日；同时，欧洲和亚洲地区的 LNG 进口能力将增加 140 亿立方英尺/日。远期来看，随着墨西哥和加拿大首批液化天然气出口终端投入使用、以及美国液化产能的增加，仅北美洲的新增 LNG 液化出口项目就有 10 个，LNG 出口能力将从 114 亿立方英尺/日扩大到 243 亿立方英尺/日，其中，墨西哥、加拿大、美国的 LNG 出口能力分别增加 11、21、97 亿立方英尺/日。

图42: 截至 2024 年 3 月的一年内, EIA 预计全球 LNG 出口产能将增加 38 亿立方英尺/日 (十亿立方英尺/日)



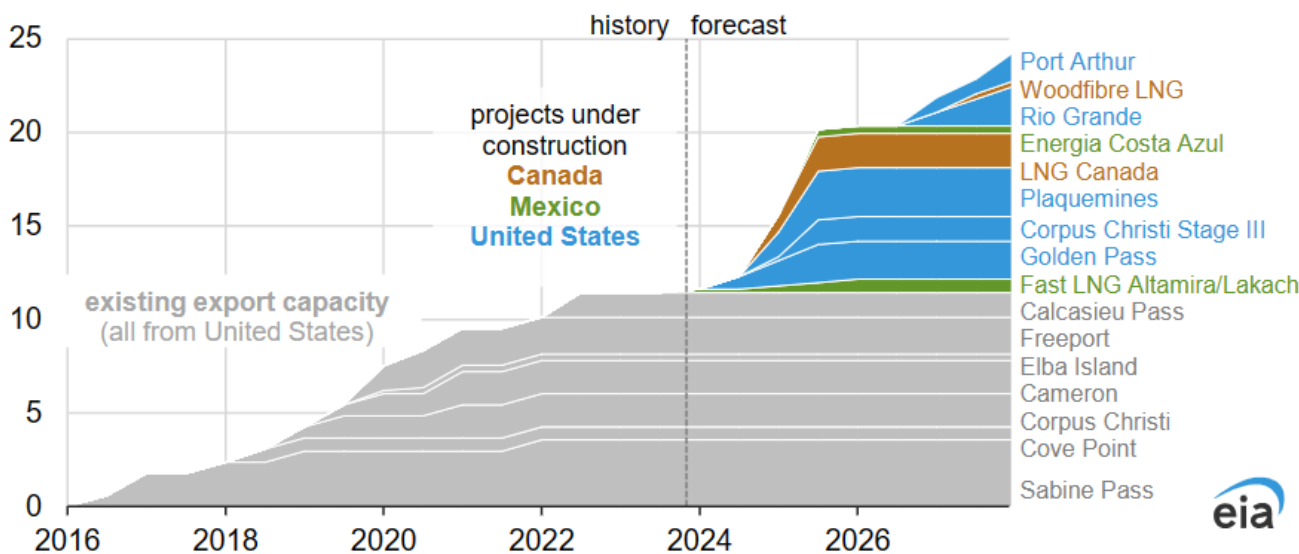
资料来源: EIA, 民生证券研究院

图43: 截至 2024 年 3 月的一年内, EIA 预计全球 LNG 进口产能增加 14 亿立方英尺/日 (十亿立方英尺/日)



资料来源: EIA, 民生证券研究院

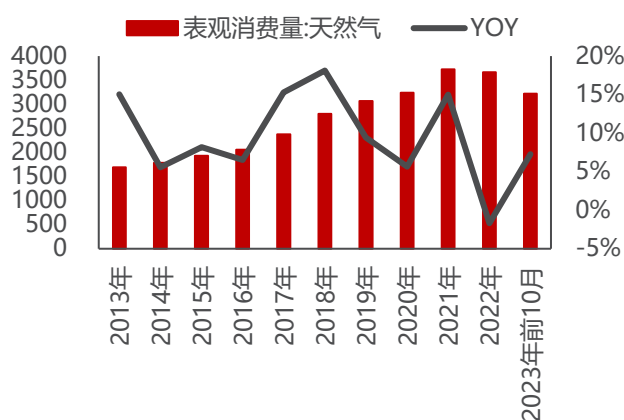
图44: 北美 LNG 出口产能将在 2026 年之后大量释放 (十亿立方英尺/日)



资料来源: EIA, 民生证券研究院

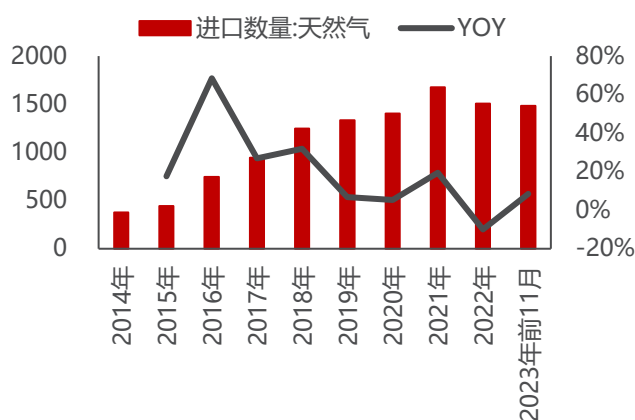
国际气价理性回归，国内气价弹性重新由国内需求主导，经济稳增长下，国内气价或温和上涨。据 wind 数据，2022 年在天然气价格高涨的背景下，国内天然气消费量和进口量同比均出现回落；2023 年前 10 个月，国内天然气表观消费量为 3217.10 亿立方米，同比增速实现 7.26%，进口量为 1482.07 亿立方米，同比增速 8.47%。随着气价回落，国内天然气需求依然保持较高增长，且 2023 年二季度以来，国内外气价倒挂现象已略有缓解。考虑到未来新增 LNG 出口和进口能力增长较快，国际气价或回归疫前常态，国内在高成本推涨和经济稳步增长的拉动下，气价或将在两年内重新高于国际气价。

图45：2023 年前 10 月国内天然气消费同比增长 7.3% (亿立方米)



资料来源：iFind，民生证券研究院

图46：2023 年前 11 月国内天然气进口同比增长 8.5% (亿立方米)



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：天然气折算单位 1 吨=1380 立方米

图47：国内外气价已回落至疫前水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图48：国内外价差倒挂逐步缓解 (元/吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

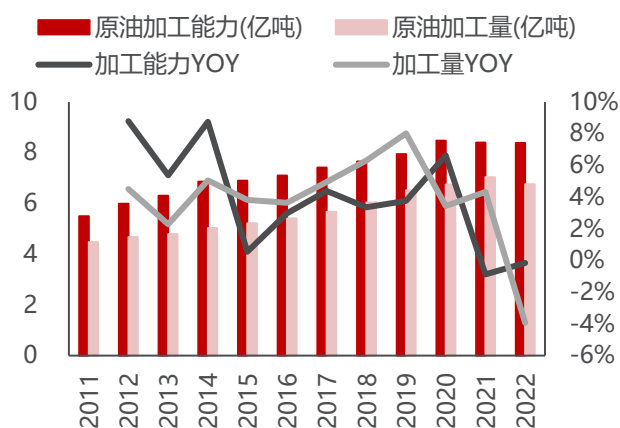
4 炼化：产能过剩，产业利润向上游转移

国内炼化产能过剩，“双碳”目标下净增空间不到1亿吨。据中国石油和化学工业联合会数据，2022 年我国千万吨及以上炼厂已增至 32 家，炼油总产能达到 9.2 亿吨/年，首次跃居世界第一，同期，我国原油加工量仅 6.76 亿吨。然而，

炼化行业供应仍处于产能投放周期，据中国石油流通协会预计，今年中国炼油产能或将增加至9.8亿吨，炼化行业产能过剩问题凸显。2023年10月25日，国家发改委、国家能源局、工信部、生态环境部四部门联合发布《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》，明确提出，到2025年，国内原油一次加工能力控制在10亿吨以内，千万吨级炼油产能占比55%左右，这意味着未来不到3年的净增空间不足1亿吨。

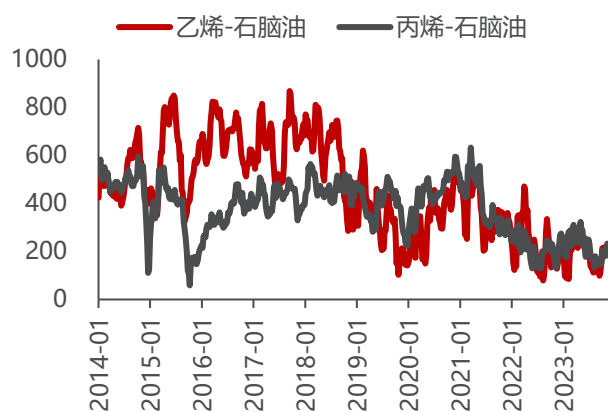
产业结构有望加速升级，利润向上游转移过程中，规模化、一体化是未来的纵向发展趋势。《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》提出各地要依法依规推动不符合国家产业政策的200万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出，据隆众资讯数据，截至2022年12月，全国仍有37家200万吨/年及以下常减压装置的炼厂，在10亿吨红线的目标下，行业有望进入加速洗牌、产能升级的关键阶段。此外，乙烯、丙烯、PX等炼化产品产能的急剧扩张使得行业利润受到压缩，在上游供给紧张的背景下，产业利润向上游转移，对下游炼化而言，规模化、一体化则将成为提升盈利能力的关键。

图49：国内炼油产能过剩



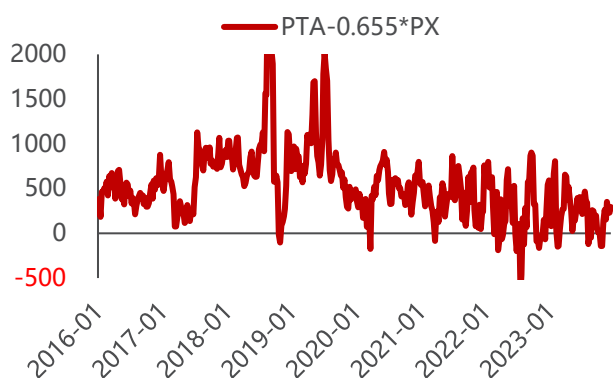
资料来源：wind，民生证券研究院

图50：烯烃和石脑油价差整体呈下降趋势（元/吨）



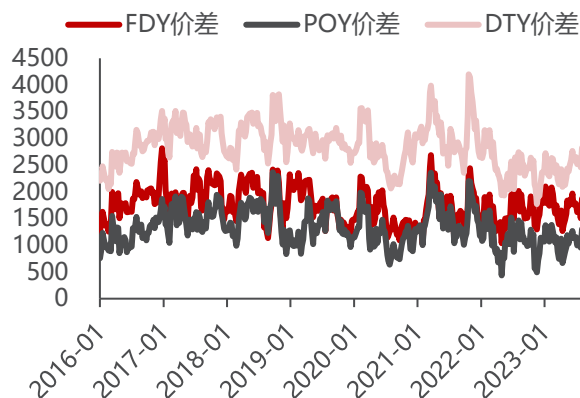
资料来源：wind，民生证券研究院

图51：PTA和PX的价差整体呈下降趋势（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

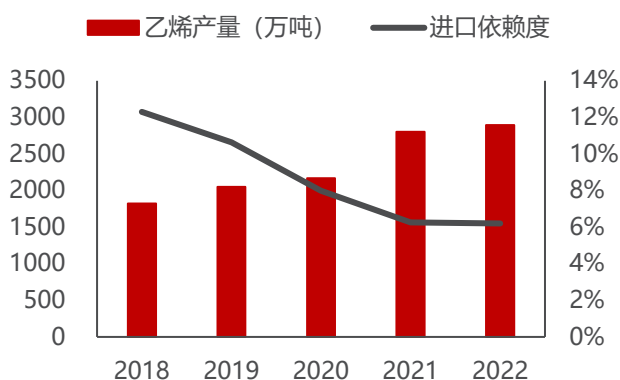
图52：涤纶长丝价差趋势相对稳定（元/吨）



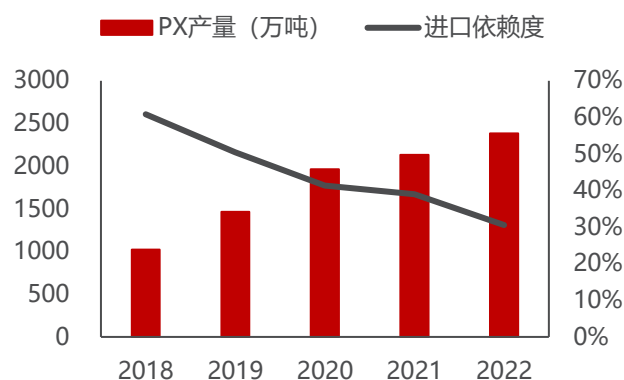
资料来源：wind，民生证券研究院

行业供需结构性失衡，倒逼行业横向趋势向减油增化、高端化工品进口替代

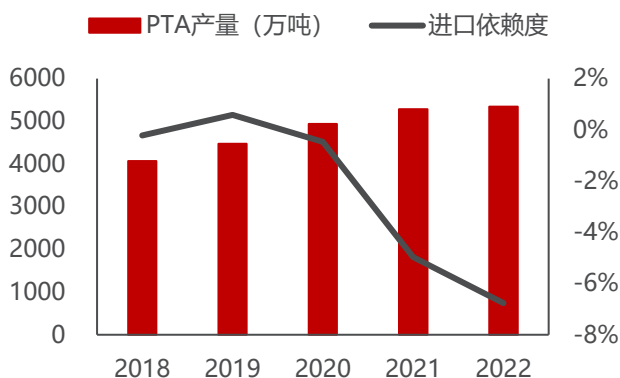
发展。由于炼油产能过剩，我国成品油供过于求，2022年成品油净出口量为2724万吨，占国内成品油产量的比重为7.44%。然而，下游大部分化工品都是净进口状态，随着“十三五”和“十四五”期间炼化产能的快速释放，乙烯、丙烯等产品的进口依赖度逐步下降，2022年分别为6.20%、4.75%；PTA由净进口转变为净出口；而PX、MEG等产品的进口依赖度虽有所下降，但是依然维持在30%以上；此外，聚碳酸酯、聚甲醛、聚苯醚等部分工程塑料自给率低于50%，聚烯烃弹性体等部分高端聚烯烃基本依赖进口。行业结构性不足和过剩同时存在，导致趋势将向减油增化、高端化工品进口替代发展。

图53：乙烯的进口依赖度逐年下降


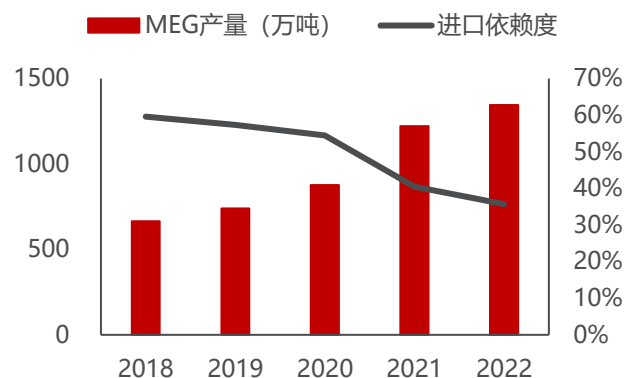
资料来源：Datayes!，民生证券研究院

图54：PX 的进口依赖度仍在 30%以上


资料来源：Datayes!，民生证券研究院

图55：PTA 由净进口转变为净出口


资料来源：Datayes!，民生证券研究院

图56：MEG 的进口依赖度仍在 30%以上


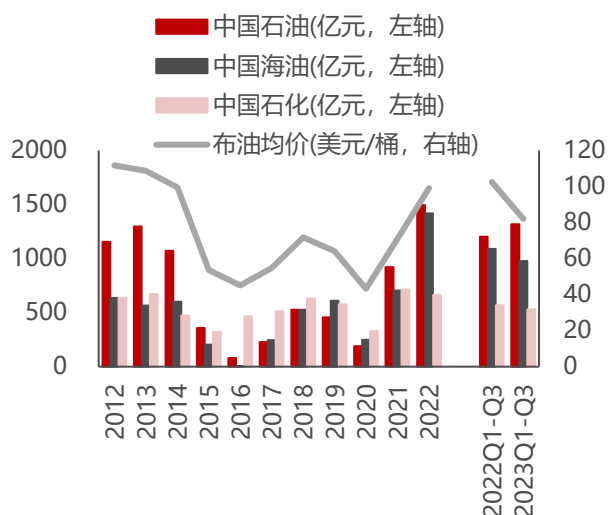
资料来源：Datayes!，民生证券研究院

5 投资建议

上游高盈利持续，“三桶油”攻守兼备属性凸显。中长期资本开支不足导致的供给增长乏力和需求持续上升，将推动行业景气度长期向好，油价中枢延续高位的背景下，上游企业的高盈利特点可持续。同时，在国企改革的推动下，国有资产管理能力和盈利能将持续优化，2022年布伦特原油价格同比增长39.6%，中国石油/中国海油/中国石化归母净利润同比变化+62.1%/+101.5%/-6.9%；

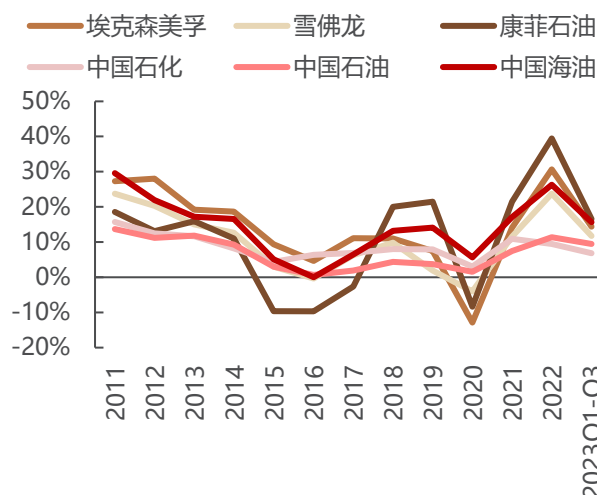
2023年前三季度，布伦特原油价格同比降低20.0%，而中国石油/中国海油/中国石化归母净利润同比变化+9.78%/-10.23%/-7.47%，上游国企的盈利能力和抗风险能力表现突出，叠加其高分红、高股息率的特点，我们认为，国内石油央企的投资价值有望凸显。

图57：“三桶油”2023年前三季度归母净利润波动弱于油价（亿元）



资料来源：wind，各公司公告，民生证券研究院

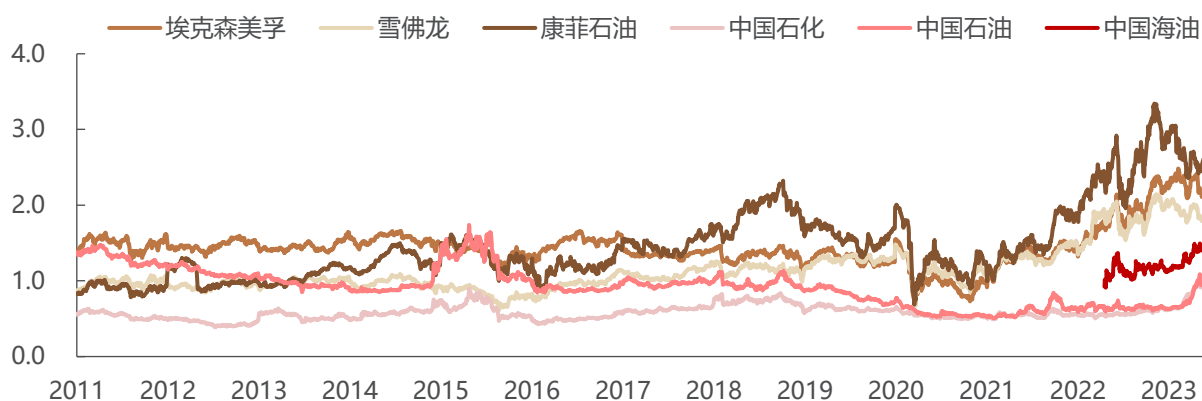
图58：国内外石油公司的 ROE 对比



资料来源：wind，民生证券研究院

稀缺资产属性凸显，板块有望迎来价值重塑。从PB来看，随着原油产量增长受限，上游资产的稀缺性逐渐凸显，2021年以来，国外石油公司的PB显著提升，然而，国内石油公司无论是A股还是H股，其PB估值均未出现明显抬升，且国内PB相比国外公司的PB水平不到一半，无论是纵向的时间对比还是横向的区域对比，国内石油公司的估值都被严重低估。我们认为，在油价中枢确定性提升的趋势下，以及国企改革持续推动国企资产的优化下，“三桶油”的估值有望迎来价值重塑。

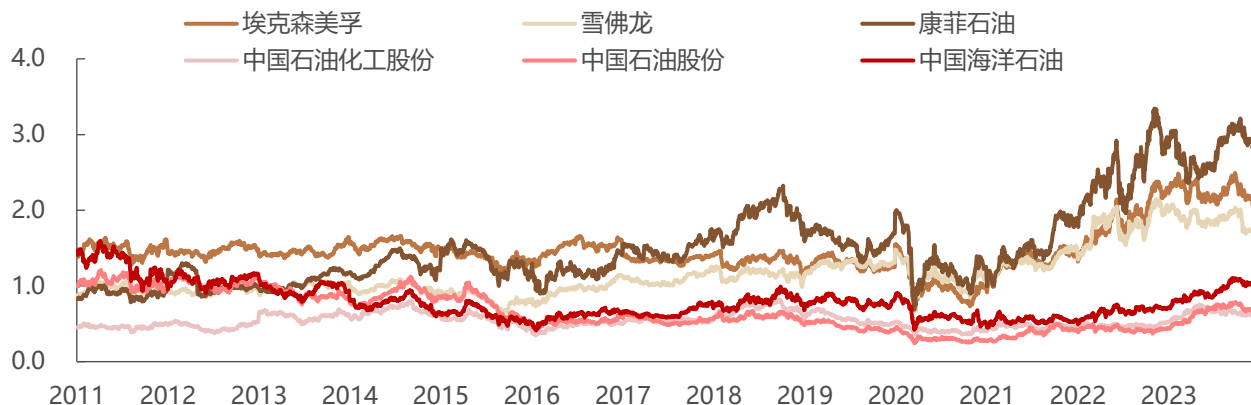
图59：国外石油公司和“三桶油”A股标的的PB对比



资料来源：wind，民生证券研究院

注：数据截至2023年12月20日

图60: 国外石油公司和“三桶油”H股标的的PB对比



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 数据截至 2023 年 12 月 20 日

考虑到原油和天然气走势略有不同, 我们推荐以下三条主线: 1) 油价中枢提高, 国企改革持续推动国企资产优化, 叠加高分红特点, 石油央企估值有望提升, 建议关注中国石油、中国海油、中国石化; 2) 国内天然气市场化改革加速推进, 建议关注产量处于成长期的新天然气、蓝焰控股; 3) 国内油气上产提速, 建议关注气井服务领域的稀缺标的九丰能源。

表4: 石化行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601857.SH	中国石油	6.77	0.82	0.97	0.99	8	7	7	推荐
600938.SH	中国海油	19.84	2.98	2.76	2.86	7	7	7	推荐
600028.SH	中国石化	5.28	0.55	0.61	0.69	10	9	8	推荐
603393.SH	新天然气	30.08	2.18	2.20	3.43	14	14	9	推荐
000968.SZ	蓝焰控股	7.08	0.58	0.62	0.75	12	11	9	推荐
605090.SH	九丰能源	28.23	1.74	2.41	2.87	16	12	10	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 股价为 2023 年 12 月 20 日收盘价

6 风险提示

1) 地缘政治风险。地缘政治的发生可能会影响原油供给国的出口或原油需求国的进口，从而影响到全球的供需局面，并可能造成油价的大幅波动。

2) 伊核协议达成可能引发的供需失衡风险。因伊朗受到美国制裁，伊朗存在大量闲置产能无法释放，若伊核协议达成新的进展，则伊朗的可能会增加原油产量和出口，从而增加全球的原油供给，对供需平衡造成冲击。

3) 全球经济衰退导致需求下行的风险。油气开采下游的炼化产品所应用的领域包含化肥、饲料、纺织、医药、房地产、工程塑料等多个行业，和民生领域息息相关，因此若经济衰退，宏观需求下行，原油需求将面临下降。

插图目录

图 1: 截至 2023 年 12 月 19 日的油价走势 (美元/桶)	3
图 2: 截至 2023 年 12 月 19 日的气价走势 (美元/百万英热)	3
图 3: 截至 12 月 20 日, 2023 年石油石化中信指数跑赢大盘	4
图 4: 2023Q1-Q3 各子板块的收入和增速 (亿元)	4
图 5: 2023Q1-Q3 各子板块归母净利润和增速 (亿元)	4
图 6: 2023Q1-Q3 各子板块的毛利率	5
图 7: 2023Q1-Q3 各子板块的归母净利率	5
图 8: 中国原油需求同步宏观经济保持稳步增长	5
图 9: 2023 年前 9 月成品油下游的交运等主要行业 GDP 累计同比表现良好	5
图 10: 2023 年前 11 月中国原油加工量同比增长 10.5% (万吨)	6
图 11: 2023 年前 11 月成品油表观消费量同比增长 22.0% (万吨)	6
图 12: 印度劳动人口数量占比从 2018 年的 34.7% 提升至 2022 年的 37.0% (亿人)	6
图 13: 联合国经社部预计印度城市化率将快速增长	6
图 14: 除了 2022-2023 年美元指数和油价基本负相关 (美元/桶)	7
图 15: 美国 CPI 已逐步回落	7
图 16: OPEC 预计 2030 年之后上游资本开支基本稳定 (十亿美元)	8
图 17: OPEC 预计全球石油行业资本支出在 2023 年达峰 (十亿美元)	8
图 18: 截至 2045 年油气依旧是主要的消耗能源	9
图 19: 截至 2045 年油气需求绝对量仍在增长 (百万桶油当量/日)	9
图 20: 美国页岩油企业 Capex/CFO 整体呈下降趋势	9
图 21: 美国页岩油企业还债和支付股利的意愿较强	9
图 22: 美国原油产量 2023 年下半年有所提高	10
图 23: 新井单井产量回到疫前水平 (桶/日)	10
图 24: 美国原油钻机数量自 2023 年下降 (口, 万桶/日)	10
图 25: 美国的新钻井和库存井持续下滑 (部)	10
图 26: 美国完工井数跟随新钻井数量下滑 (口)	11
图 27: 最理想状态下美国维持当前产量需要月度完工井数量为 674 口	11
图 28: OPEC+ 合计产能为 4766 万桶/日, 占全球的 40% 以上 (万桶/日)	11
图 29: 11 月 OPEC+ 的闲置产能达 660 万桶/日 (万桶/日)	11
图 30: 参与减产协议的 OPEC 国家的实际产量和目标产量的差值 (万桶/日)	13
图 31: 参与减产协议的 OPEC+ 国家的实际产量和目标产量的差值 (万桶/日)	13
图 32: 美国原油库存处于低位 (百万桶)	15
图 33: 欧洲原油库存处于低位 (百万桶)	15
图 34: 除了阿联酋以外主要的 OPEC+ 国家的石油出口/财政收入的比例基本在 90% 左右	15
图 35: 近几年 OPEC+ 国家的石油出口/财政支出比重回升	15
图 36: 中东国家对油价有更高的要求 (美元/桶)	16
图 37: 相比 2019-2021 年平均需求, 2023 年 1-6 月欧盟各国的工业和家庭用气需求大幅下降	16
图 38: 欧盟天然气进口需求大幅下降 (TWh)	17
图 39: 欧盟来自于俄罗斯的管道进口天然气被欧美、非洲、其他国家的 LNG 等替代 (TWh)	17
图 40: 非极端情况下 2023-2024 年冬季欧盟天然气供应相对充足	17
图 41: 12 月 14 日欧盟天然气储气率为 89.37%	17
图 42: 截至 2024 年 3 月的一年内, EIA 预计全球 LNG 出口产能将增加 38 亿立方英尺/日 (十亿立方英尺/日)	18
图 43: 截至 2024 年 3 月的一年内, EIA 预计全球 LNG 进口产能增加 14 亿立方英尺/日 (十亿立方英尺/日)	18
图 44: 北美 LNG 出口产能将在 2026 年之后大量释放 (十亿立方英尺/日)	18
图 45: 2023 年前 10 月国内天然气消费同比增长 7.3% (亿立方米)	19
图 46: 2023 年前 11 月国内天然气进口同比增长 8.5% (亿立方米)	19
图 47: 国内外气价已回落至疫前水平	19
图 48: 国内外价差倒挂逐步缓解 (元/吨)	19
图 49: 国内炼油产能过剩	20
图 50: 烯烃和石脑油价差整体呈下降趋势 (元/吨)	20
图 51: PTA 和 PX 的价差整体呈下降趋势 (元/吨)	20
图 52: 涤纶长丝价差趋势相对稳定 (元/吨)	20
图 53: 乙烯的进口依赖度逐年下降	21
图 54: PX 的进口依赖度仍在 30% 以上	21

图 55: PTA 由净进口转变为净出口	21
图 56: MEG 的进口依赖度仍在 30%以上.....	21
图 57: “三桶油”2023 年前三季度归母净利润波动弱于油价 (亿元)	22
图 58: 国内外石油公司的 ROE 对比	22
图 59: 国外石油公司和“三桶油”A 股标的的 PB 对比.....	22
图 60: 国外石油公司和“三桶油”H 股标的的 PB 对比.....	23

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: OPEC 预计欧洲 OECD 经济体 2024 年石油需求略有回升 (百万桶/日)	7
表 2: 第 36 届 ONOMM 会议宣布 24Q1 自愿减产规模为 219.6 万桶/日	12
表 3: OPEC 和 EIA 口径下的供需缺口预测	14
表 4: 石化行业重点关注个股	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026