

石油石化

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

石油基本面的供应短缺或将延续

相对大盘走势



行业事件：

WTI 和布伦特油价在 2024 年 3 月分别突破 80 美元/桶和 85 美元/桶，在 4 月分别突破 85 美元/桶和 90 美元/桶的关口。国际油价自 2024 年初进入上行阶段，并持续大幅上涨。

油气上游投资进入高资本开支周期

全球上游投资在 2015 年和 2020 年分别减少了 31%和 32%，上游资本开支低迷的局面自 2015 年一直持续到 2021 年。由于常规油田从勘探到产油大约需要 5 年的资本开支投入，我们认为 2019 年上游资本开支低迷或将限制 2024 年石油市场产能的增长，在需求自然恢复的条件下引起基本面的供应短缺。

欧佩克产量主动调节为油价提供保护

欧佩克于 2022 年开始大规模减产止住了油价大幅下跌的趋势，在 2023 年主动调节产量为油价提供了额外保护。我们认为欧佩克产量或为 2023 年影响油价走势的主要变量，在 2024 年或仍为油价展望需要考虑的因素。欧佩克至 2023 年底额外减产共计约 266 万桶/日，2024 年 1 季度新增额外减产或等同于在 2023 年额外减产基础上新增约 70 万桶/日的减产。2024 年 2 季度额外减产随着俄罗斯分阶段减产将得到进一步深化。

美国页岩油或将继续为石油带来增量

美国原油产量在 2023 年同比增长接近 100 万桶/日，其中接近 60%增量来自页岩油。我们统计的 23 家美国页岩油企业资本开支情况以及资本结构在 2023 年 4 季度出现改善：资本开支合计同比+9.3%，环比+4.6%；合计资产负债比例降至 46.79%。DUC 井数量自 2023 年 11 月起出现环比改善，高油价或激励石油企业上游投资，我们认为美国原油产量或将在 2024 年进一步提升。

巴西和圭亚那或非欧佩克提供增量

2024 年上游新增项目投产或主要来自于美国、挪威和巴西，随着全球上游海上勘探开发投资增加，未来几年巴西和圭亚那或非欧佩克石油供应提供主要增量。我们根据 IEA 统计上游项目产量数据测算，2025-2028 年巴西和圭亚那上游新增项目峰值产量或达 308 万桶/日。

石油基本面或将延续供应短缺的局面

我们对 2024 年石油供需平衡预测提出了三种情景：基准情景下欧佩克成员国在 3 季度或将逐渐恢复产量，沙特或将维持低水平减产为油价提供额外保护。基准情景下石油市场至 7 月底或将面临供应短缺的局面，8 月至 12 月将呈现出由供应小幅过剩到逐渐出清至年底石油供需或将接近均衡的局面。

风险提示： 全球宏观经济下行风险；原油和天然气价格大幅波动风险；原油和天然气项目投产不及预期风险。

作者

分析师：郭荆璞
执业证书编号：S0590523070003
邮箱：jgguo@glsc.com.cn
分析师：吴诚
执业证书编号：S0590519070001
邮箱：wucheng@glsc.com.cn

相关报告

- 《石油石化：2024 年石油供求平衡和油价点评》2024.03.16
- 《石油石化：油服市场受益于资本开支增长表现高景气》2024.02.20

1. 2022 年以来国际油价走势

国际油价在欧佩克于 2022 年 10 月决定自 11 月起开始大规模减少原油日产量 200 万桶后止住了大幅下跌的趋势，进入 2023 年欧佩克主动调节原油产量为油价提供了额外保护：WTI 在振幅较大时期未跌破 65 美元/桶。自 2023 年起，WTI 两次上涨突破 85 美元/桶分别临近沙特 2023 年 7 月额外减产 100 万桶/日，以及欧佩克延长 2024 年 1 季度额外减产至 2 季度末。我们认为欧佩克产量或为 2023 年影响油价走势的主要变量，在 2024 年或仍为油价展望需要考虑的重要因素；而供需平衡等式另一端成品油消费的季节性波动以及石油需求自然增长也不容忽视。

图表1：2022 年以来 WTI 和布伦特油价（美元/桶）



资料来源：Wind，国联证券研究所

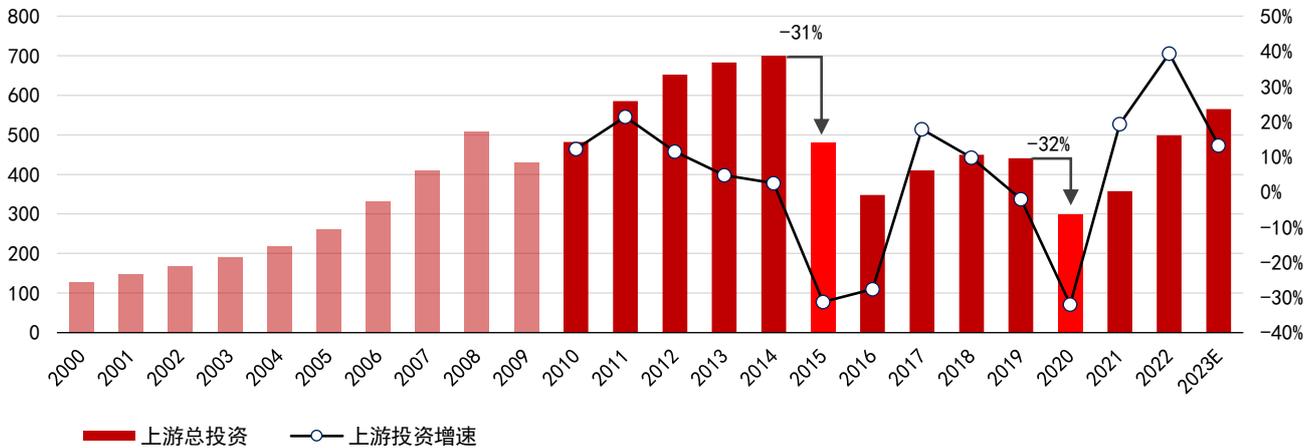
2. 油气上游投资进入高资本开支周期

我们在《石油行业“暖风”已至，海洋油气景气复苏》以及《紧抓上游资源与消费降级两条主线》两篇文章中提出受传统油田勘探开发周期的影响，油气上游投资或存在 5 年为一个周期的变化规律。近 10 年上游投资两次较大的下滑分别发生在 2015 年和 2020 年，降幅分别为 31% 和 32%。前者是由于 2014 年下半年油价大幅下跌引起投资收缩，后者是由于新冠肺炎疫情导致全球石油需求降速快于供应，石油企业进一步缩减上游投资。我们认为在 2024 年作为主要增量贡献的常规油田或投资于 2019-2020 年，而期间低迷的资本开支或将造成 2024 年油市产能不足的局面，在需求自然恢复的条件下引起基本面的供应短缺。

向前看，资本开支对基本面的影响或需要在石油消费端完成修复的条件下才能

完全显现，我们认为 2024 年成品油中航空煤油消费的恢复情况值得关注：北美和欧洲航空煤油在 2024 年或存在接近 5% 的增长空间，中国国际航班量截至 2023 年底恢复率接近 60%，或对应航空煤油增量空间接近 11%。

图表2：2010 年以来全球油气上游总投资年度分布（十亿美元）



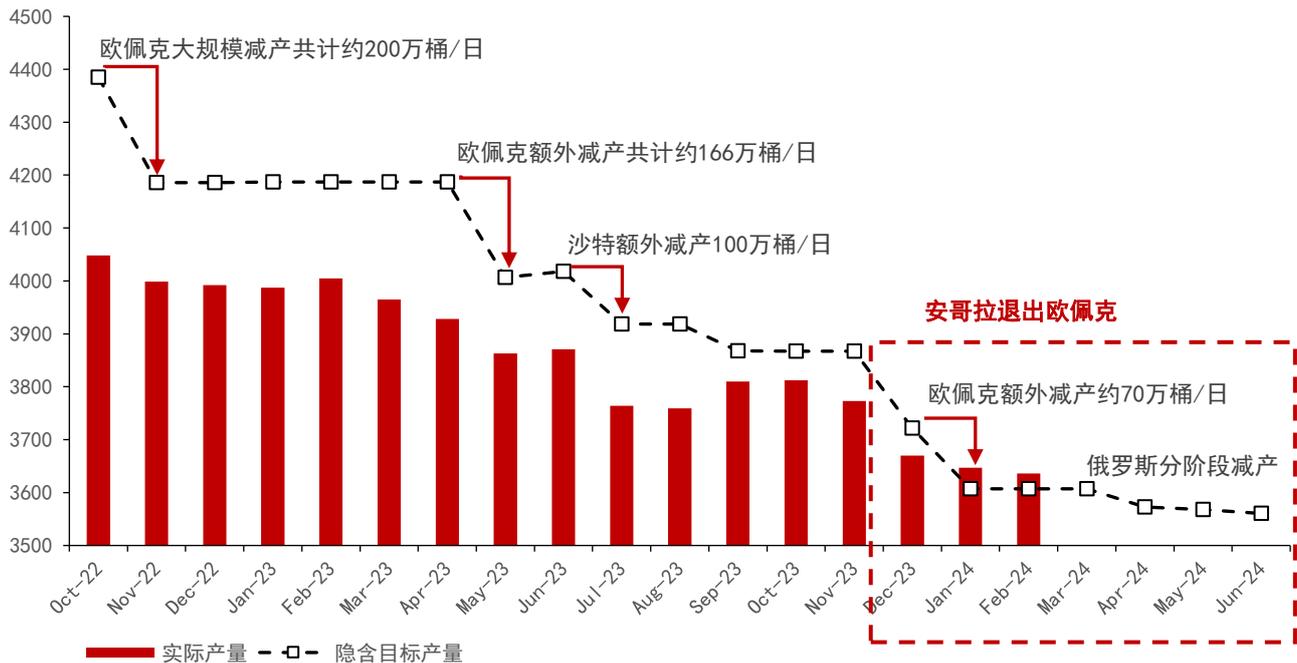
资料来源：IEF, S&P, 国联证券研究所

3. 欧佩克产量主动调节为油价提供保护

我们在《页岩油或将给美国原油产量带来新高》中提出欧佩克延长额外减产至 2024 年 1 季度末或等同于延续 2023 年的额外减产计划，减产没有实质性变化。欧佩克在 2023 年 4 月首次提出额外减产 166 万桶/日的有效期自 2023 年 5 月至 12 月，我们基于这个有效期测算欧佩克至 2023 年底合计额外减产约 216 万桶/日，接近 2024 年 1 季度 220 万桶/日的减产量。欧佩克在 2023 年底的部长级会议公告提示 5 月的额外减产将进一步延长至 2024 年底，如果将 2024 年的额外减产叠加 2023 年的减产重新测算，等同于 2024 年 1 季度新增约 70 万桶/日的减产，合计计划额外减产约 335 万桶/日。

向前看，俄罗斯在 2024 年 2 季度将分阶段深化减产，2024 年 4/5/6 月将分别计划累计新增 35/40/47.1 万桶/日的减产，叠加其余成员国在 2 季度维持减产使欧佩克至 2024 年 6 月底计划累计额外减产约 382 万桶/日，石油供应格局或接近我们提出的基准情景：欧佩克将在 2024 年 1、2 季度维持减产，自 3 季度起沙特或将维持低水平减产，其余成员国或至 3 季度末逐渐释放产量至接近配额产量。

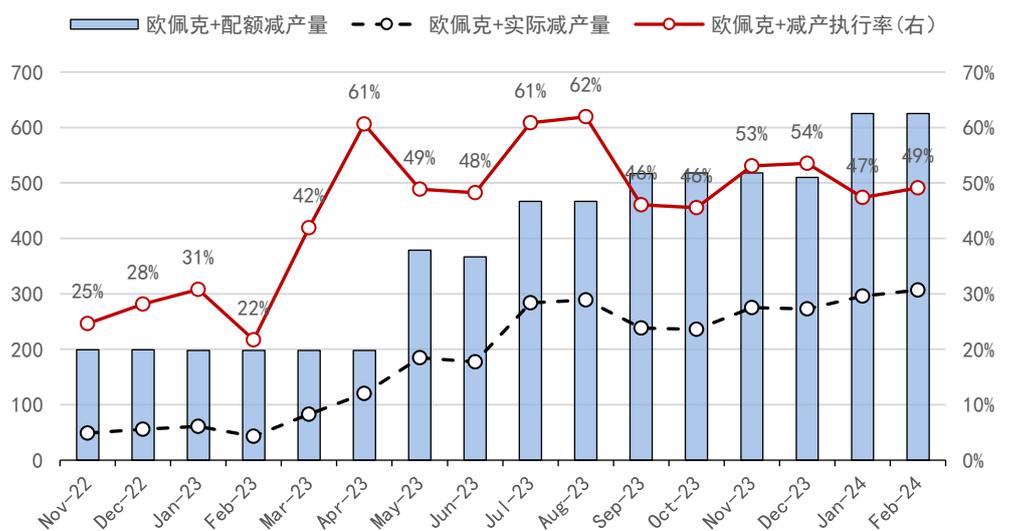
图表3：2022年10月以来欧佩克成员国隐含目标产量和实际产量（万桶/日）



自2023年12月起欧佩克产量不包括安哥拉
 隐含目标产量等于欧佩克成员国部长级会议公布的配额产量减去额外自愿减产
 资料来源：OPEC, IEA, 国联证券研究所

2023年欧佩克减产执行情况影响油价走势：2023年4月和7月至8月两次油价上涨正值欧佩克减产执行率较高时点，三个月欧佩克的减产执行率均超过了60%；而2023年5月至6月和9月至10月两次油价下跌也恰好在欧佩克减产执行放松的时期，四个月的减产执行率均降至50%以下。

图表4：欧佩克以2022年10月产量为基准的减产量（万桶/日）和减产执行率（%）



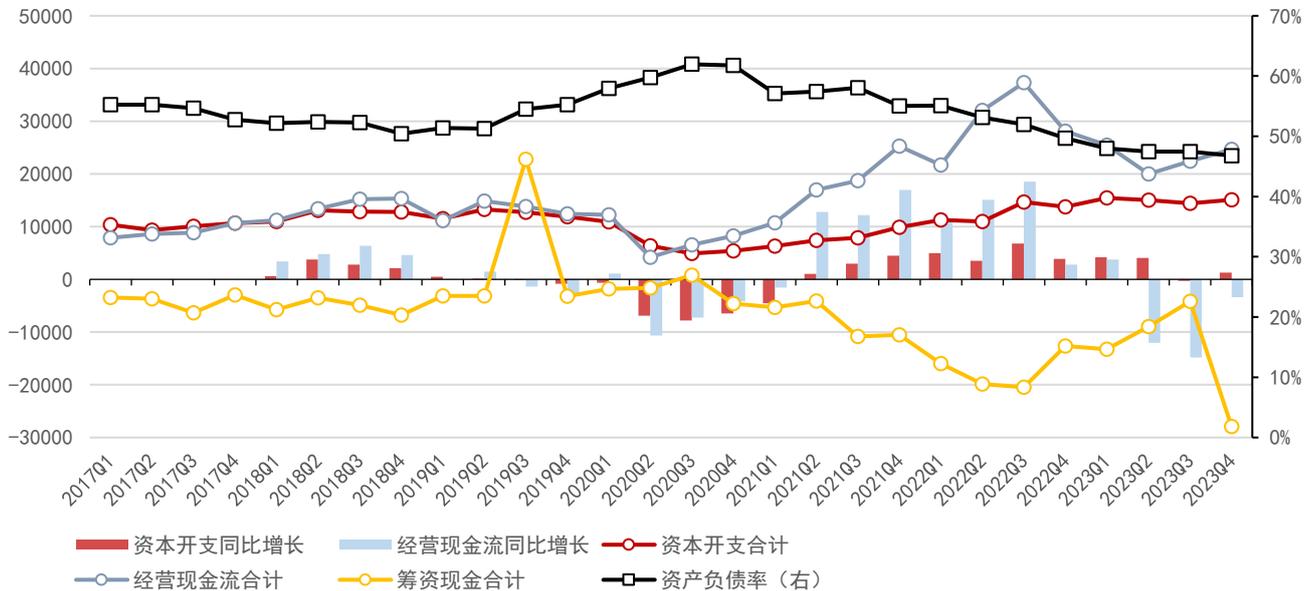
资料来源：OPEC, IEA, 国联证券研究所

4. 美国页岩油或将继续为石油供给带来增量

美国原油产量2023年同比增长接近100万桶/日，其中约60万桶/日的增量来

自页岩油。2023 年 4 季度被统计的 23 家页岩油企业资本开支接近 151 亿美元，同比 +9.3%，环比+4.6%。资本结构进一步优化，合计资产负债率约 46.79%。

图表5：被统计 23 家美国页岩油企业持续优化债务结构，资本开支情况出现改善（百万美元）



资料来源：EIA，国联证券研究所

截至 2024 年 2 月，美国新井和完井数量分别为 862 口和 865 口，处于历史较低水平，但已钻但未完工井（DUC）数量自 2023 年 11 月起出现环比改善。2024 年初至今，美国原油产量维持在 1310-1330 万桶/日，处于历史较高水平。结合历史数据 DUC 井数量环比改善或先于新井数量的增长，油价位于历史高位或激励上游投资，美国原油产量或将在 2024 年进一步提升。EIA 在短期展望报告中对 2024 年全年美国原油产量的预测是 1321 万桶/日，同比增速是 2.2%。

图表6：截至 2024 年 2 月美国钻井情况（口）



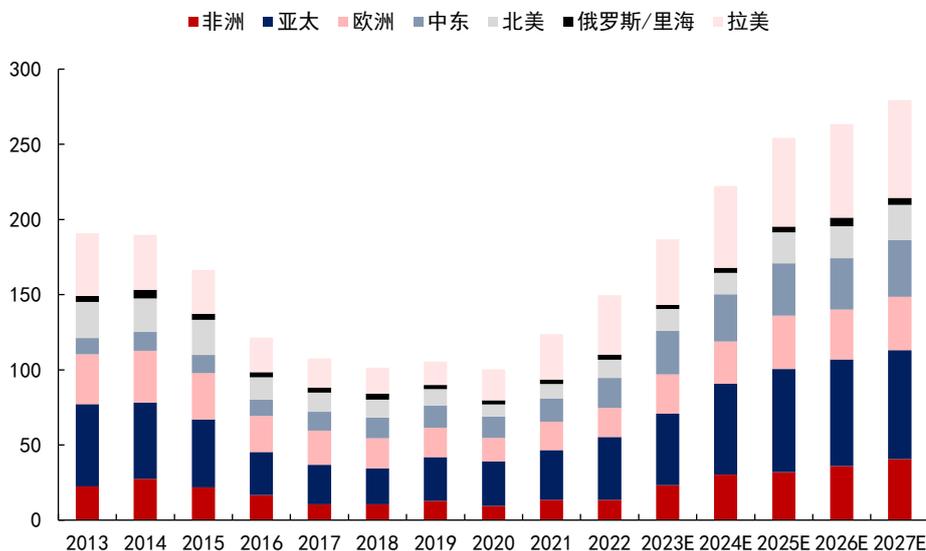
资料来源：EIA，国联证券研究所

5. 巴西和圭亚那或为非欧佩克提供高增量

2024 年全球上游海上勘探开发投资支出总量同比或增加 19%，上游新增项目投

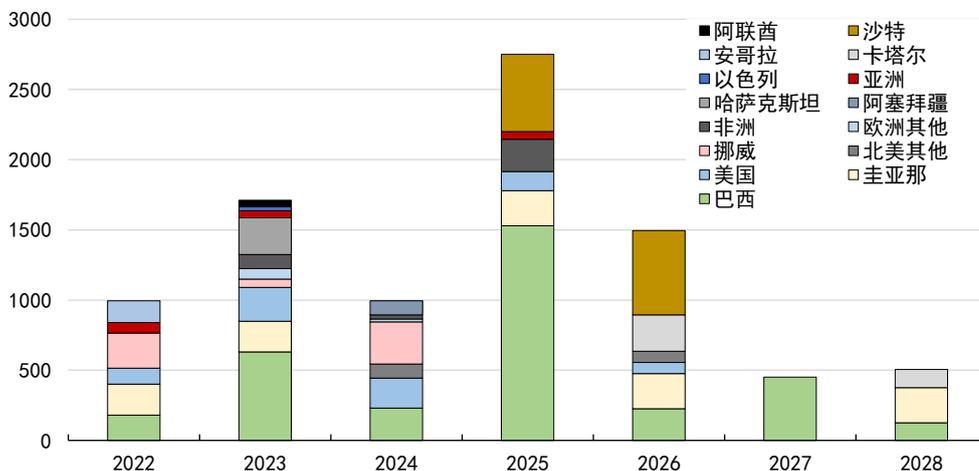
产或主要来自于美国、挪威和巴西。未来几年随着全球上游海上勘探开发投资增加，巴西和圭亚那或非欧佩克石油产量提供主要增量。根据 IEA 统计，2025-2028 年，巴西和圭亚那上游新增项目峰值产量总计或为 308 万桶/日。

图表7：全球上游海上勘探开发资本支出（十亿美元）



资料来源：IHS Market, 中海油服, 国联证券研究所

图表8：2022-2028 年上游新增项目情况（千桶/日）



资料来源：IEA, 国联证券研究所

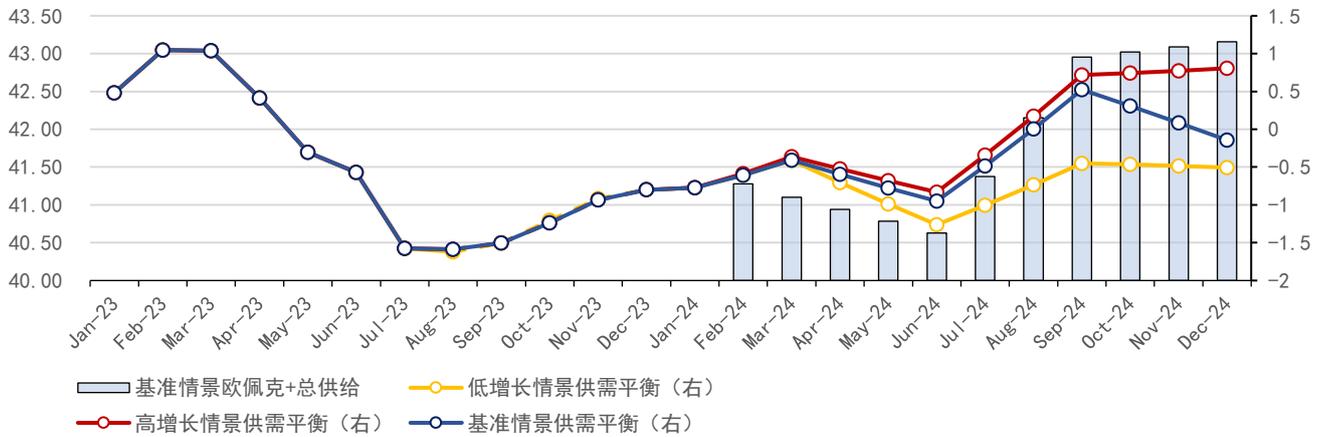
6. 石油供应短缺或将延续

我们更新了 2024 年全球石油供需平衡预测，提出了三种情景：基准情景下欧佩克维持减产至 6 月底，进入 3 季度沙特继续维持低水平减产，其余成员国至 9 月底逐渐恢复产量。基准情景下石油市场至 7 月底会面临供应短缺的局面，8 月至 12 月将呈现出由供应小幅过剩到逐渐出清至年底石油供需或将接近市场均衡。

我们也提出了供给高增长和低增长两种情景：在高增长情景下，沙特或将自 3 季度同其余欧佩克成员国一起增产，造成石油市场至年底出现供应小幅过剩的局面；在

低增长情景下，欧佩克成员国在下半年维持低水平减产或将令石油市场全年处于供应短缺的局面。

图表9：2023至2024年欧佩克+总供给以及石油供需平衡及预测（百万桶/日）



资料来源：IEA, OPEC, 国联证券研究所

7. 风险提示

全球宏观经济下行风险；原油和天然气价格大幅波动风险；原油和天然气项目投资不及预期风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼