

## 石油石化

### 油市或在 OPEC 延期减产 后维持供需趋紧

#### 行业事件：

2024年6月2日欧佩克部长级会议上，欧佩克+成员国达成协议，将延长自愿减产政策至2025年底，自2024年9月起逐渐取消自愿额外减产。具体协议内容包括：将原定于2024年6月末到期的接近220万桶/日额外减产延长至2024年9月末，2024年10月至2025年9月成员国可以根据市场情况逐步恢复额外减产量；将原定于2024年底到期的接近166万桶/日的自愿减产延长至2025年底。

#### 短期油价见顶回落

随着地缘政治溢价逐渐消退，短期油价走势见顶回落：WTI和布伦特油价在2024年4月分别触及86.91美元/桶和91.17美元/桶，而在5月末分别回撤至76.99美元/桶和81.62美元/桶，降幅接近10美元/桶。油市价格驱动逐渐回归基本面，宏观方面美国高通胀或将继续抑制原油需求增长。

#### 新协议推迟产量恢复

欧佩克+将在2024年10月至2025年9月末逐步退出合计220万桶/日的额外减产，与我们在此次会议前的预测存在预期差：在新的产量协议下，欧佩克220万桶/日的额外减产中超过七成份额或将在2025年恢复，与我们预期接近116万桶/日产量或将在2024年恢复存在差异。此次会议产量协议也提示石油需求的恢复速度或低于我们预期。

#### 上调2025年UAE产量

欧佩克在新产量协议中上调了阿联酋在2025年的原油产量30万桶/日，上调产量将在2025年1月至9月逐步落实。根据新的产量协议，阿联酋原油产量在2025年底或将达到338万桶/日，欧佩克+在2025年退出额外减产后的原油总产量或将达到4334万桶/日。

#### 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，将新的产量协议目标作为我们基准情景下欧佩克产量预期：基准情景下石油市场或将在2024年三季度面临接近100万桶/日的供应缺口，四季度随着欧佩克+成员国开始逐步退出220万桶/日的额外减产，供需缺口或将在2024年底缩小至接近50万桶/日。

**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。

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

#### 相对大盘走势



#### 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

1、《石油石化：天然气供需或将在2024全年处于紧平衡》2024.05.17

2、《石油石化：车辆电动化或加速路上交通用油需求达峰》2024.05.16

## 1. 2022 年以来国际油价走势

在基本面的供需趋紧，叠加中东地缘政治事件的持续影响下，国际油价自 2024 年初进入上行通道：WTI 和布伦特油价在 2024 年 4 月初分别突破 85 美元/桶和 90 美元/桶，在 4 月 5 日分别触及 86.91 美元/桶和 91.17 美元/桶的短期内高点。随着地缘政治溢价消退，油市价格驱动逐渐回归基本面，油价走势也显示出短期内见顶回落。宏观方面美国高通胀或继续抑制原油需求增长，截至 2024 年 5 月末，WTI 和布伦特油价分别回撤至 76.99 美元/桶和 81.62 美元/桶。

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

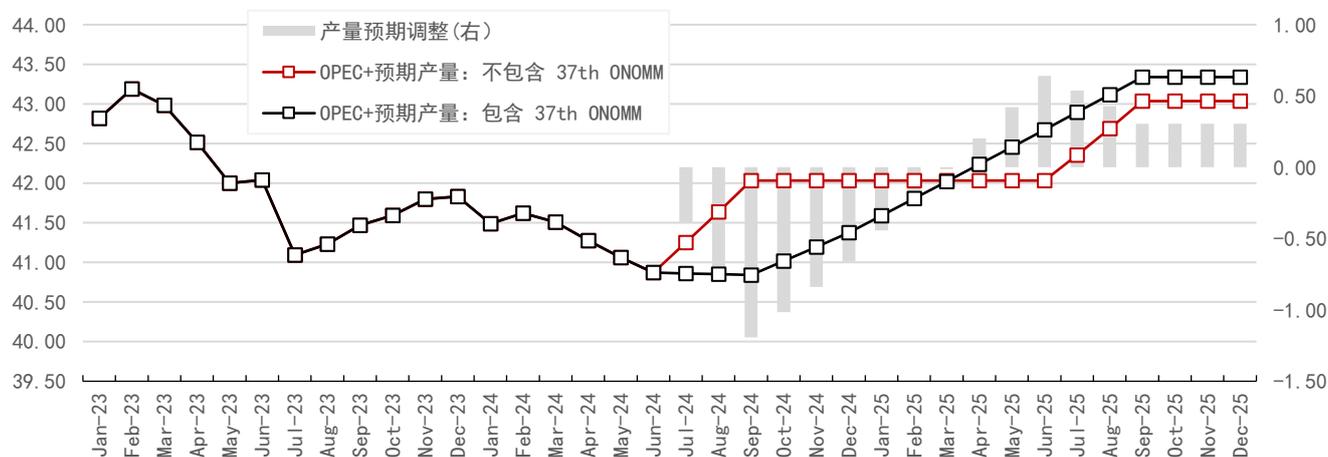
## 2. 欧佩克产量协议的两个预期差

欧佩克在 2023 年 4 月首次提出额外减产 166 万桶/日，沙特自 2023 年 7 月在之前的减产基础上新增额外减产 100 万桶/日与俄罗斯 9 月自愿减少 30 万桶/日原油出口一并延长至 2023 年末，至 2023 年末欧佩克+成员国总计额外减产接近 266 万桶/日。油价在 2023 年下半年受部分成员国减产执行放松影响进入下行通道，而 2024 年石油需求增长存在不确定性，欧佩克在 2023 年 11 月末的部长级会议宣布在 2024 年一季度延长 220 万桶/日的额外减产，并于 2024 年 3 月宣布将减产进一步延长至二季度末。

我们基于欧佩克截至 2024 年 6 月末的减产计划对其 2024 至 2025 年原油产量进

行了预测，在我们的基准情景假设下，在 2024 年三季度沙特或将维持减产，其余成员国或将逐步恢复合计约 116 万桶/日的产量。在 2025 年三季度沙特或将恢复 100 万桶/日的产量，至 2025 年 9 月末欧佩克+合计或将恢复产量约 216 万桶/日。

**图表2：2023 至 2025 年欧佩克+原油总产量和预期产量（百万桶/日）以及产量预期调整（百万桶/日）**



资料来源：IEA, OPEC, 国联证券研究所

欧佩克在 2024 年 6 月 2 日部长级会议宣布了最新产量协议,包括沙特、俄罗斯、伊拉克在内的 8 个欧佩克+成员国在 2024 年一、二季度实施的 220 万桶/日自愿减产将延长至三季度末;自 2023 年 5 月欧佩克+接近 166 万桶/日的额外减产原定有效期至 2024 年底,现延长至 2025 年底。我们在此次会议前的预测存在两个预期差:第一个预期差是产量恢复的节奏,欧佩克+合计 220 万桶/日的额外减产将在 2024 年 10 月至 2025 年 9 月末逐步恢复,2024 年的实际产量恢复节奏或慢于我们预期。第二个预期差是目标产量的调整,欧佩克在最新的产量协议中上调了阿联酋在 2025 年原油产量约 30 万桶/日,上调产量或将造成 2025 年退出额外减产后的欧佩克+总产量高于我们预期。

### 3. 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,将第 37 届欧佩克部长级会议产量协议目标作为我们基准情景下欧佩克产量预期:基准情景下石油市场或将在 2024 年三季度面临接近 100 万桶/日的供应缺口,四季度随着欧佩克+成员国开始逐步退出 220 万桶/日的额外减产,供需缺口或将在 2024 年底缩小至接近 50 万桶/日。

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,沙特或将在 2024 年底提前恢复 100 万桶/日的额外减产,造成石油市场在 2024 年四季度由供应短缺逐渐恢复至接近供需市场均衡的局面;在低增长情景下,欧佩克成员国或将维持减产至 2024 年底,或将令石油市场在 2024 年下半年面临较大的供需缺口。

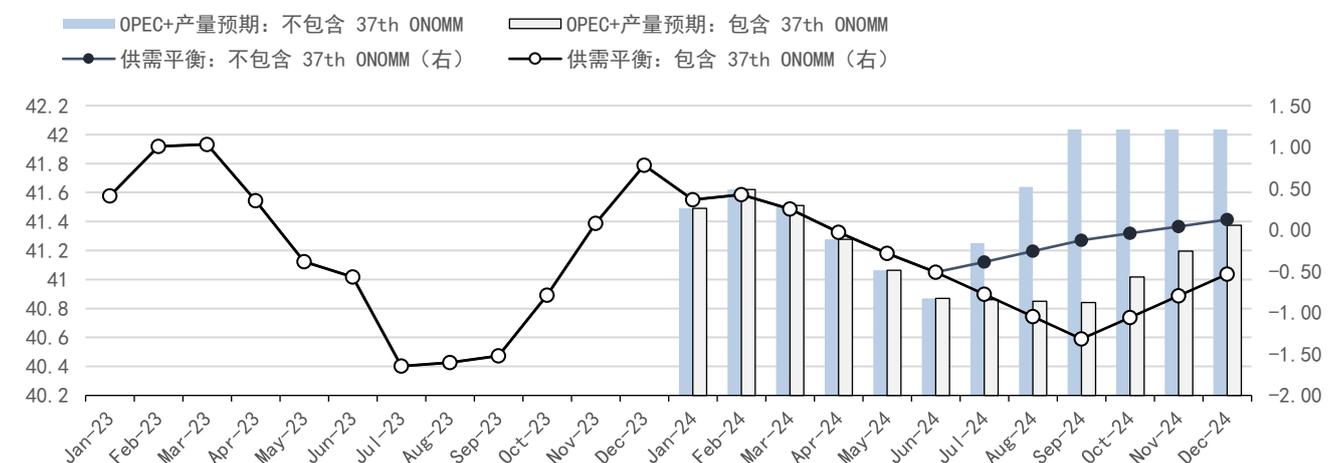
图表3: 欧佩克+预期产量和石油供需平衡预测 (百万桶/日)



资料来源: IEA, OPEC, 国联证券研究所

此次会议产量协议也提示石油需求的恢复速度或低于我们的预期, 此前我们按照石油需求每年自然增长 100 万桶/日的节奏作为参考, 欧佩克成员国或将适配需求增长速度, 分别在 2024 年第三季度和 2025 年第三季度各恢复接近 100 万桶/日额外减产, 基准情景下的供需基本面或将在 2024 年底达到市场均衡。在新的产量协议下, 欧佩克 220 万桶/日的额外减产中超过七成的份额或将在 2025 年恢复, 基准情景下石油市场在 2024 年底或将面临接近 50 万桶/日的供应缺口。

图表4: 比较两种基准情景假设下欧佩克+预期产量和石油供需平衡预测 (百万桶/日)



资料来源: IEA, OPEC, 国联证券研究所

#### 4. 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