

证券研究报告

解构原油走势： 回吐地缘溢价，重回基本面定价

有色与新材料 强于大市（维持）

平安证券研究所 有色与新材料研究团队

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001 邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号：S1060524070002 邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2024年7月31日

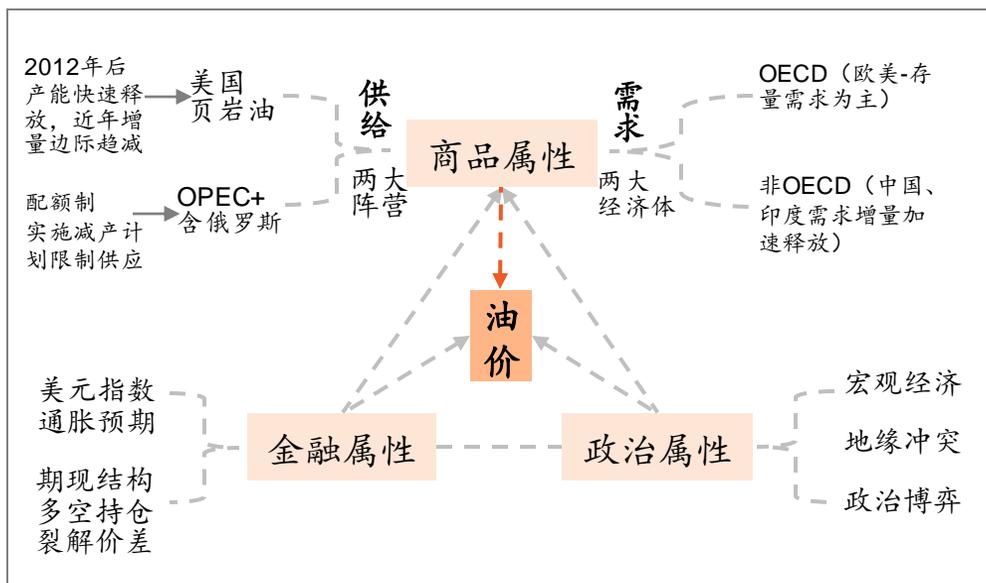
请务必阅读正文后免责条款

平安证券

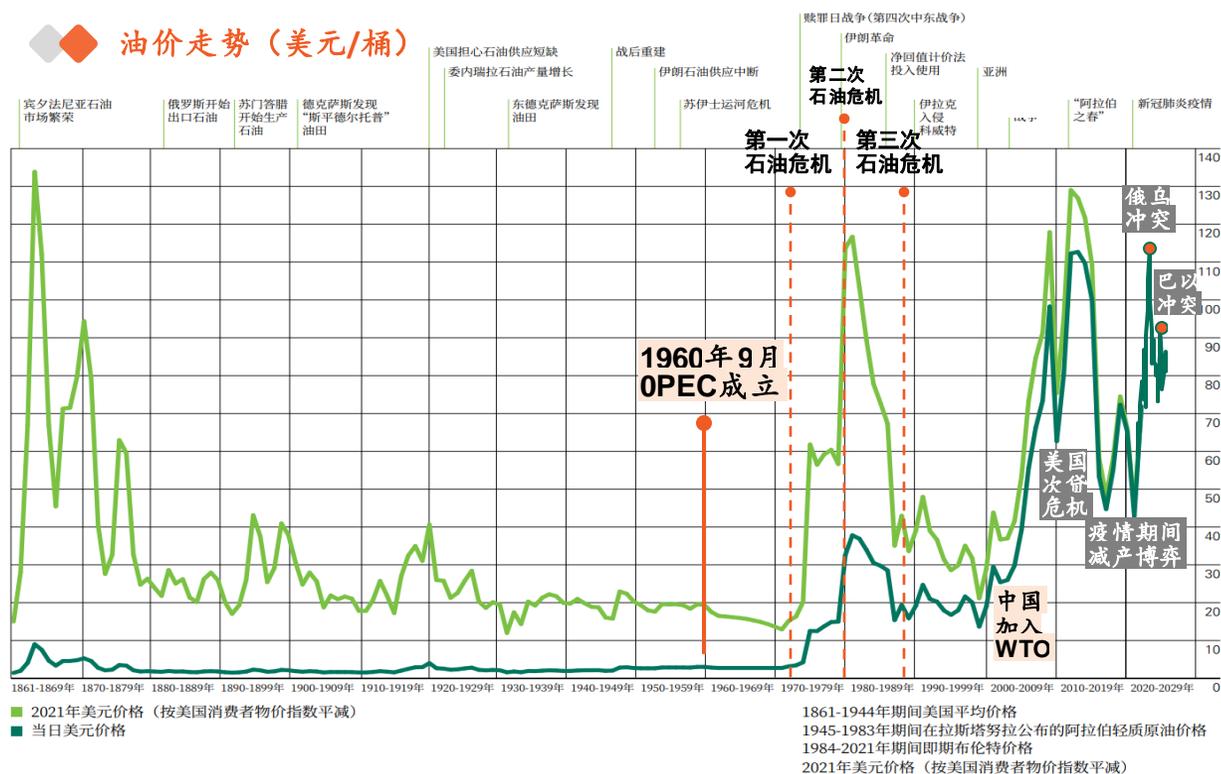
核心观点 (1/2)：原油定价框架的形成

- 原油作为大宗之母、工业血液，不仅具有商品属性，同时具有一定的金融属性和政治属性，三大属性共同决定油价走势。
- 商品属性：决定油价的主导因素。供需关系决定油价中长期走势，美国页岩油革命后产能快速释放，OPEC+通过调节供应与美国博弈定价权，同时全球宏观经济环境、地缘政治关系先通过影响原油供需，进而影响油价。因此反映供需结果的库存与油价走势具有强负相关性。
- 金融属性：原油衍生品的发展使其投机套利价值凸显，期货定价赋予其金融属性，期价对现价具有导向作用，期现价差和多空净持仓走势反映了市场对后市原油供需的预期。同时，在石油美元体系下，油价和美元走势长期呈显著负相关（2021年以来美债高企、全球去法币化趋势下，负相关关系被打破）；且因油价是美国通胀指标中占比较大的因素，油价和美国通胀预期高度正相关，对美联储决策有一定影响。
- 政治属性：原油作为重要战略资源，历史上多次重大地缘冲突发生于原油主产地中东，会对原油实际生产供应造成较大影响，且原油资源的抢夺正是部分战争的主要起因，OPEC国、俄罗斯和美国通过控制原油供应争夺定价权、进行政治博弈。

原油属性和定价关系



油价走势 (美元/桶)



资料来源：bp世界能源统计年鉴，平安证券研究所

核心观点 (2/2)：回吐地缘溢价，重回基本面定价

- **如何看待本轮油价变化：地缘冲突造成的供应扰动和中东产油国政治博弈阶段性推涨油价。** 本轮油价主要驱动力是三波地缘冲突带来的阶段性风险溢价，但由于未对原油供给造成实质性影响，因此波峰和作用时间逐轮递减，截至目前已基本回吐地缘风险带来的溢价。基本上，因OPEC+减产计划的延长，印度等新兴经济体需求的加速修复，叠加美国战略储备库存释放，总库存处于相对低位，当前全球原油供需相对偏紧的局面对油价中枢形成一定支撑。
- **后续油价如何演绎：喜忧参半，短期保持坚挺，中期倾向偏空。** 综合各方因素，我们认为当前油价主要锚定因素重回供需基本面，地缘风险溢价已基本回吐，出行旺季下原油维持去库态势，当前美国原油库存处历史低位、供应短期难以大幅释放，供需偏紧支撑油价坚挺，但四季度旺季结束后，OPEC+自愿减产逐步取消(2024年9月后)、美国页岩油产量持续增加，且作为重要新兴经济体的中国经济增速尚未明显改善，美国经济渐转弱或使需求预期偏空，原油供需存在由紧转松的担忧，此外，特朗普胜选概率的提高使油价承压，参考2017-2020年特朗普执政期间能源举措和结果，美国油企开发力度加大、产量加速释放、油价整体下移，WTI油价控制在50-60美元/桶左右(据wind,截至2024.7.30,WTI原油期货价约75美元/桶)，特朗普交易下油价存在一定下行压力。
- **利空因素：旺季后供需存在由紧转松的担忧，特朗普交易存在打压油价的先例。** 1.各方停火谈判有推进动作，且中东地区局部战争未对供给造成实质性影响，地缘政治冲突对油价的支撑作用趋弱；2.中国经济仍处弱复苏态势，美国经济转弱信号渐显，国内炼油厂开工和原油加工量下行，海内外柴油消费均显疲软，下游成品油的需求提振力较弱；3. 7月13日共和党总统候选人特朗普在宾夕法尼亚州竞选现场遭遇枪击，遇袭后特朗普的支持度继续冲击新高，保证美国能源独立、打压油价、控制通胀将是特朗普胜选后的一大诉求，特朗普执政期间关于能源的举措主要有促进传统能源开发并减少环境监督，“特朗普交易”或使国际原油价格承压；4.OPEC+将于2024年9月后逐步取消220万桶/日的自愿额外减产，叠加美国页岩油产量持续增加，2024年下半年旺季过后的原油供需格局存在逐步由紧转松的担忧。
- **利好因素：地缘冲突边际影响尚存，短期供需偏紧、去库状态延续。** 1.停火谈判尚未定论，地缘冲突边际影响尚存；2.出行旺季，海外汽油和航空煤油需求增加，美国商业原油库存下行，且因美国等OECD国家自2020年8月以来加速释放战略石油储备，原油库存中枢下移至历史低点，供应弹性趋弱；3. 欧央行下调利率和美联储降息预期的推进利好原油需求，对油价起到一定提振；4. OPEC+继续实施减产计划，哈萨克斯坦、伊拉克和俄罗斯等超产成员国陆续提出减产补偿计划，三季度旺季下OPEC+确定性减产使短期原油基本面预期向好、延续去库态势；5. OPEC+国家沙特、伊拉克、俄罗斯等有较强的通过提高油价平衡财政收支的诉求，据IMF，沙特、伊拉克平衡财政收支的油价大约位于75美元/桶，因此短期无重大事件冲击下的布伦特油价或将维持在该水平以上。
- **投资建议：** 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，但在特朗普交易下，能源独立的重要性或将凸显，传统能源的开发支出将再次上行，我们认为油气勘探力度加大、资本支出增加、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，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。**
- **风险提示。** 1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险；2) 供应扰动的风险；3) 货币政策的不确定性；4) 地缘局势的不确定性；5) 能源迭代的风险。



1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

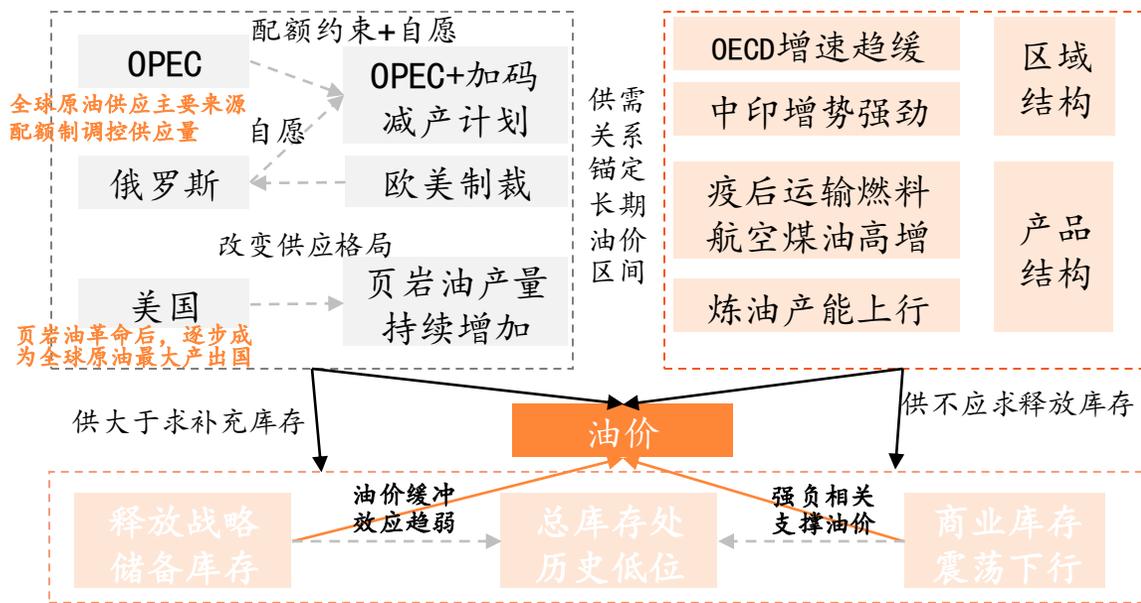
2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

商品属性：供需基本面锚定油价长期走势区间

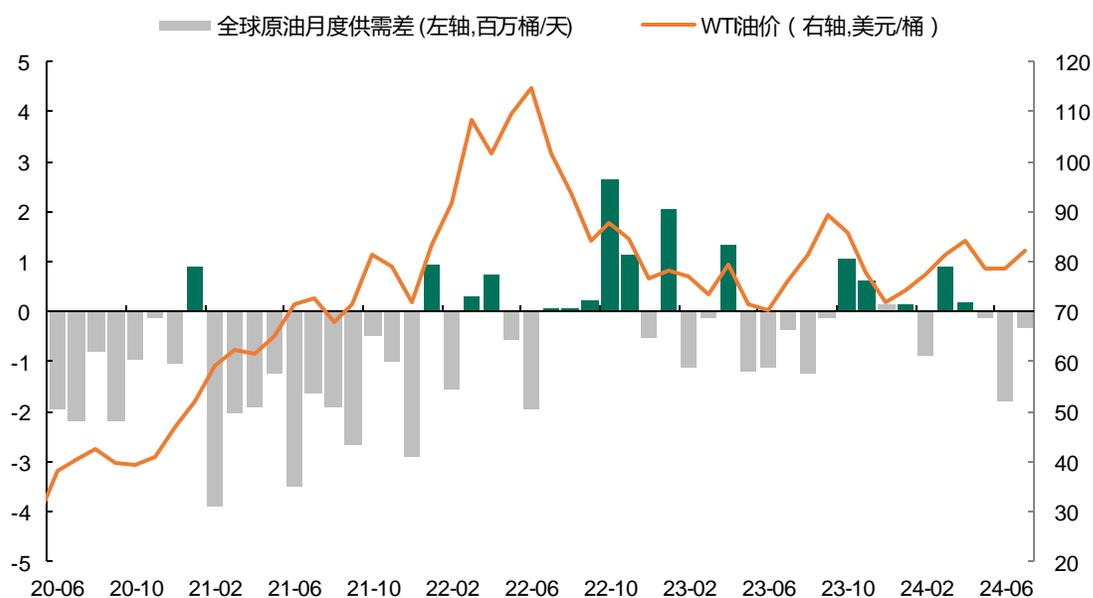
■ **供应：**OPEC+(含俄罗斯)和美国主导，美国页岩油产量释放和OPEC+减产调控后的平衡。OPEC+以配额制和减产协议约束全球供给，当前在其持续加码减产下，全球原油供应延续偏紧形势；美国页岩油革命后产能快速爬坡，2011年以来成为全球原油供应核心增量来源，对原油供需平衡和OPEC+供应调控力和定价权形成极大冲击，但自2015年以来资本开支下行，同时优质页岩油产能出现衰减，供应增幅已边际趋减。**需求：**高度挂钩GDP，联动金融属性。区域上来看，主要与欧美等发达国家经济韧性和中印等亚洲新兴国家经济增势密切相关，2023年以来OECD国需求趋缓，中国和印度等新兴经济体逐渐修复，未来或将贡献主要需求增量。**库存：**供需差（库存变化）与油价走势具有较强负相关性，库存持续走低支撑油价中枢；以美国为首的国家加速释放战略储备库存，短期供应弹性下降，库存对油价走高的缓冲效应减弱。从当前基本面来看，短期供应延续偏紧态势，库存或进一步走低，旺季行情下油价支撑尚强。

◆ 原油商品属性下的定价机制



资料来源：平安证券研究所整理

◆ 油价走势和供需差呈现一定负相关性



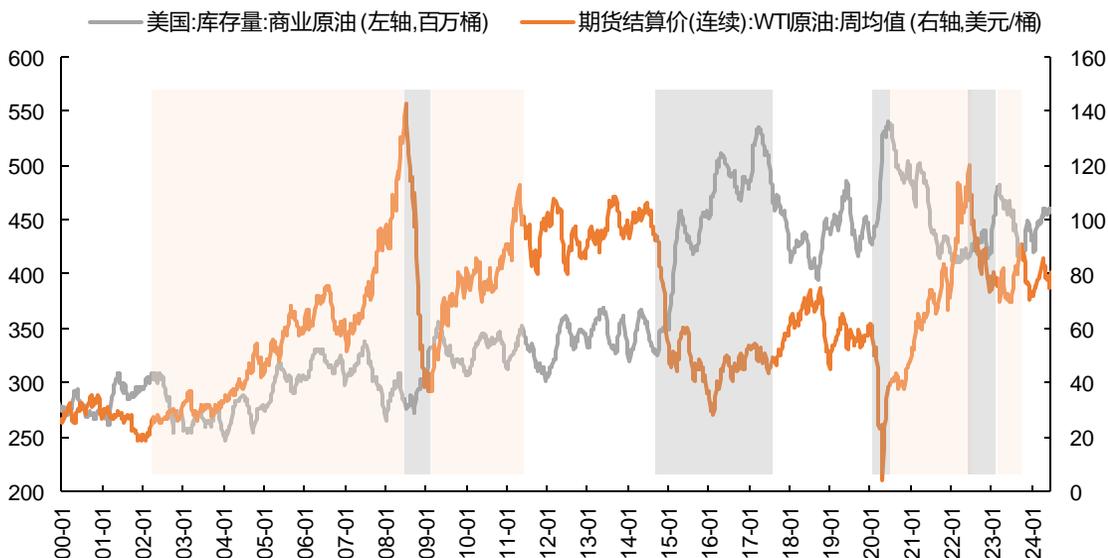
资料来源：ifind, EIA, 平安证券研究所

商品属性：重回供需基本面定价，价格走势跟随库存周期

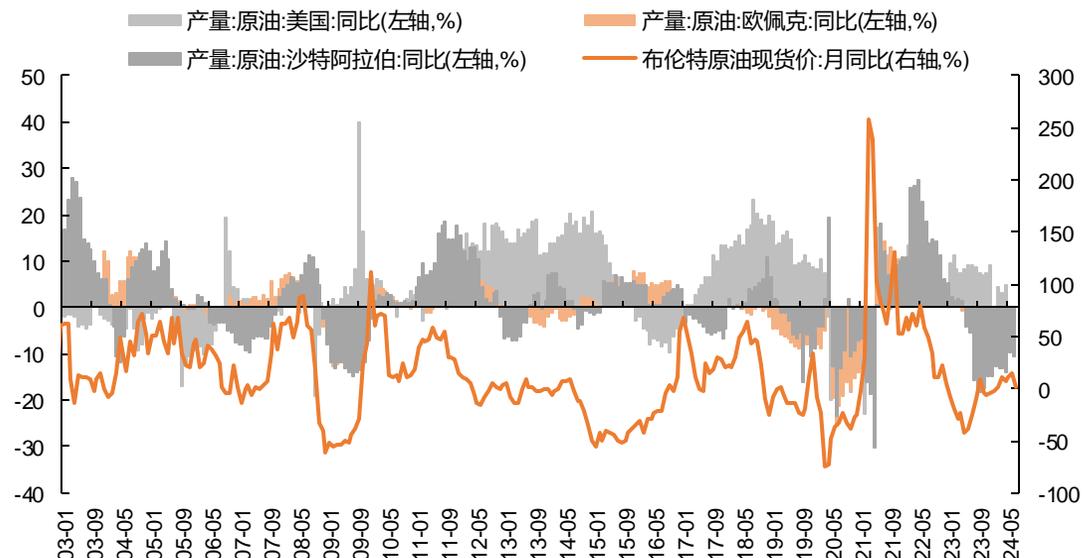
■ 原油本质是一种商品，供需基本面是其长期价格波动区间的核心锚定因素，供需格局变化反馈在库存变动上，因此油价走势和库存呈现强负相关性，长期来看，原油商品属性下的定价逻辑即价格走势跟随库存周期。

■ 复盘供需变化对油价的影响：自2010年以来，国际油价走势和美国商业原油库存在大部分时段呈现较明显的负相关性。2002-2007年，亚洲新兴经济体高速发展带来原油需求高增推动油价持续高升；2008年美国次贷危机全球经济受冲击、需求骤降、油价回落；2009-2011年巨额财政刺激和OPEC大幅减产拉动油价重回增长；2014年美国页岩油产量释放，沙特与俄罗斯、墨西哥等国的减产谈判破裂，全球经济增速和通胀陷入双低，原油供给过剩，油价再次回落；2020年受疫情影响全球经济下滑、需求大幅下降导致油价急跌，OPEC+联合G20实行大规模减产托底油价；2023年以来OPEC+继续实施减产计划，但美国供应的增加使得原油供需结构平衡为主，价格呈窄幅震荡。

美国商业原油库存和国际油价走势强负相关



主产地原油产量同比增速和国际油价月同比情况



资料来源：wind，平安证券研究所



1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

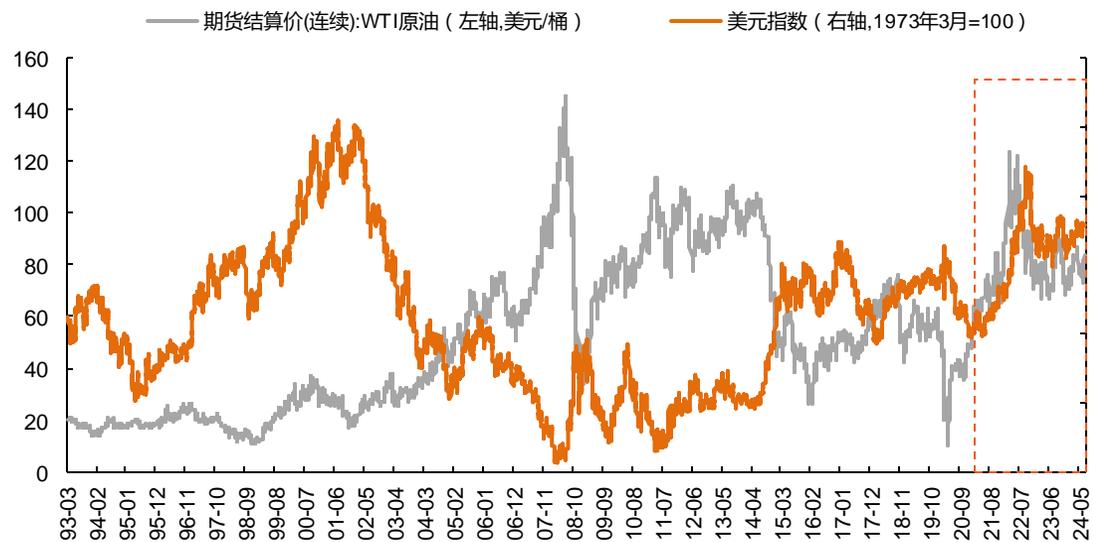
2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

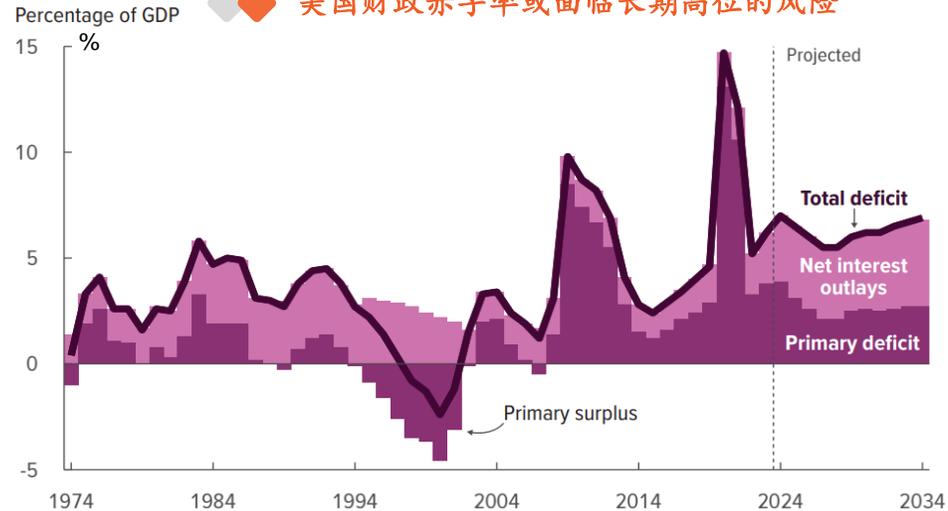
金融属性：石油美元体系面临瓦解风险，油价和美元指数负相关性削弱

■ 1974年美国与沙特签署石油美元协议（即石油交易只以美元结算，作为交换条件之一，美国答应沙特阿美石油公司完全国有化），因此油价和美元指数开始呈现强负相关性。但是自2021年以来负相关性被打破，我们认为主要系疫后美联储加速扩表导致未偿债务规模持续攀升，前期美联储高频降息、连续量化宽松下，美国财政赤字面临恶化，据CBO预测，2024年财政赤字/GDP为7%，到2034年达6.9%，远超过去50年均值3.7%。美债高企造成美元信用面临逐渐削弱的情况，新兴国家积极寻求多元化贸易结算，全球去法币化趋势下，货币体系正经历长期重构，石油美元体系也面临逐步瓦解的风险。

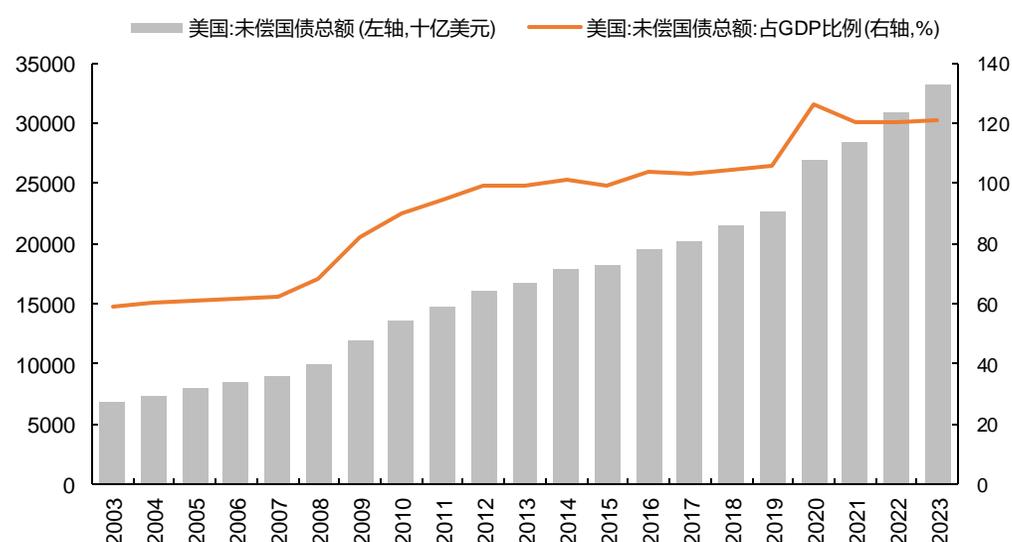
◆ 2021年以来油价走势和美元指数不再负相关



◆ 美国财政赤字率或面临长期高位的风险



◆ 疫后美国未偿国债总额持续增加



资料来源: wind, CBO, 平安证券研究所

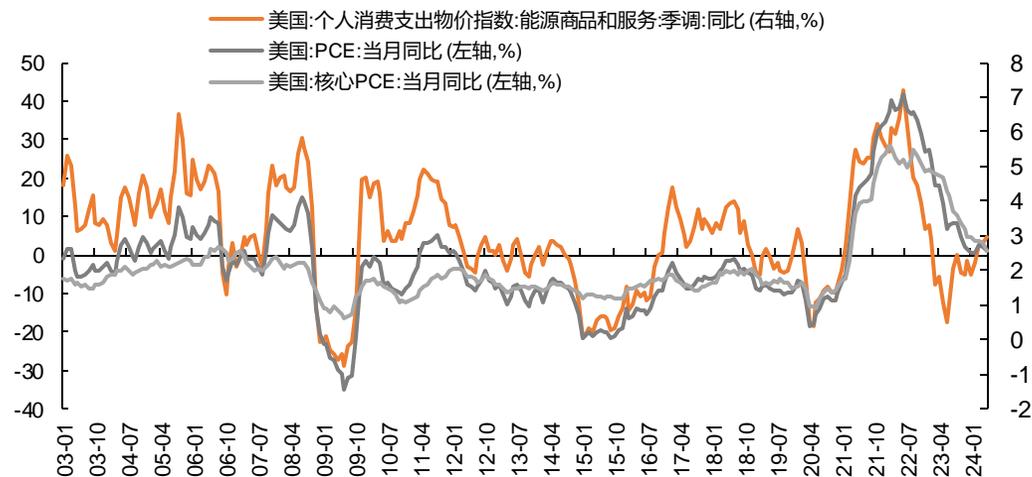
金融属性：原油期价略领先美国通胀预期，美联储降息渐进有望提振原油需求

■ 美国消费结构中能源占据较高比例，因此油价是影响美国CPI物价指数和PCE通胀指标的重要因素之一，国际原油期货价格走势是略领先于美国通胀预期的指标。据BLS和BEA数据，2024年CPI分项中能源占比达约7%，PCE分项中能源占比约4%，2022年7月以来原油、天然气等能源价格同比增速下行使美国CPI和PCE同比快速回落，2023年下半年能源价格受地缘冲突影响同比回升，但住房、服装、食品等核心商品价格进一步下滑仍使美国CPI物价指数落于正常化水平。美联储更为关注的剔除能源和食品后的核心CPI和核心PCE通胀指标的持续回落进一步提振美联储年内9月降息预期的信心，联储降息后有望推动经济回暖、消费上行，从而给原油需求带来正反馈。

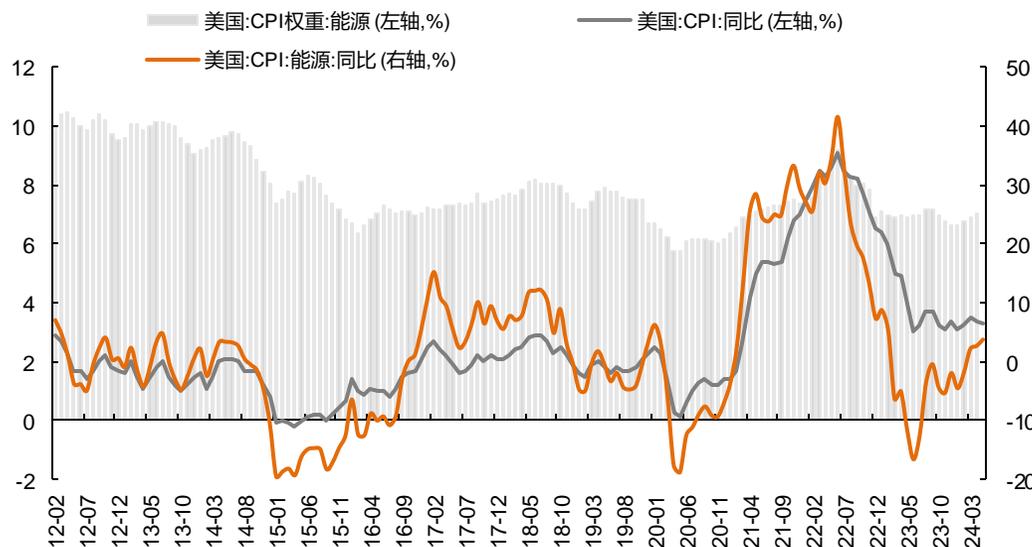
原油期货价格和美国通胀预期强正相关



美国通胀指标PCE同比增速回落



美国CPI物价指数回落至正常化水平



资料来源: wind, 平安证券研究所, 注: 通胀预期以美国十年期国债利率-TIPS收益率得到

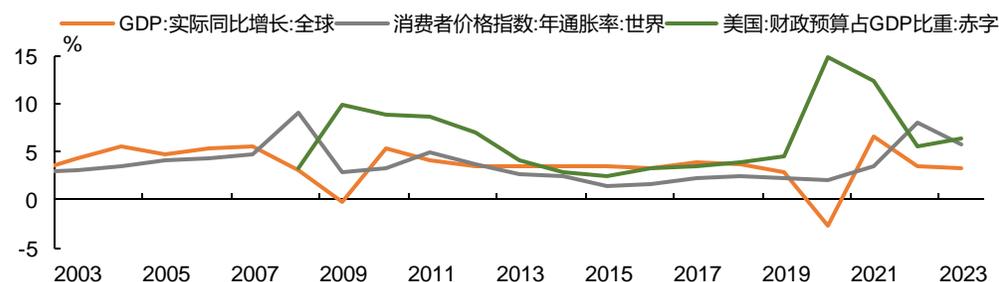
黄金较原油金融属性更显，金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

- **原油以基本面为锚，黄金金融属性更显。**原油的核心锚定因素仍是其商品属性下的供需基本面，无法币替代的货币属性，且因中间储存成本高不合作为储值投资的商品，而金价的构成则更多的包含金融属性(抗通胀的无息资产-保值和投机价值)、货币属性(法币替代-央行购金、低仓储成本-高储备价值)和政治属性(避险价值)，因此金油比可为潜在的经济危机和股市波动提供前瞻性指引，该指标与标普500 VIX有较强的关联性。在市场波动上升、不确定性加剧的时期，投资者往往寻求避险资产作为保护其投资的手段；相反，在市场波动较小、风险偏好增加的时期，投资者可能会将注意力转向风险较高的资产。
- **金油比的抬升示警经济增长趋缓的渐进。**从金价和油价走势来看，2013-2015年全球经济增长趋缓、金油比有所抬升；上一段较为明显的走势背离发生在2020-2022年，20H1新冠疫情导致全球经济显著下滑，需求骤减、油价暴跌，投资者对经济的担忧和对避险资产的偏好推动金价上涨。2023年以来地缘局势紧张化再次使黄金避险价值升温，同时美国经济逐渐步入衰退周期，美联储降息预期推进使黄金投机价值凸显，全球去法币化趋势成为其长期中枢上移的支撑因素，而本轮地缘冲突对于原油供给的影响相对短期且有限，经济走弱对原油需求造成压力，供需相对平衡导致油价中枢较难上移。

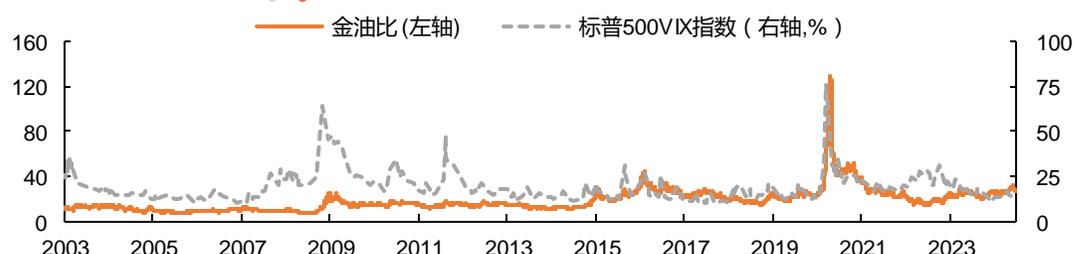
金油和油价走势的背离或预示着经济拐点的渐进



全球主要经济指标走势



金油比和标普500VIX呈较强正相关





1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

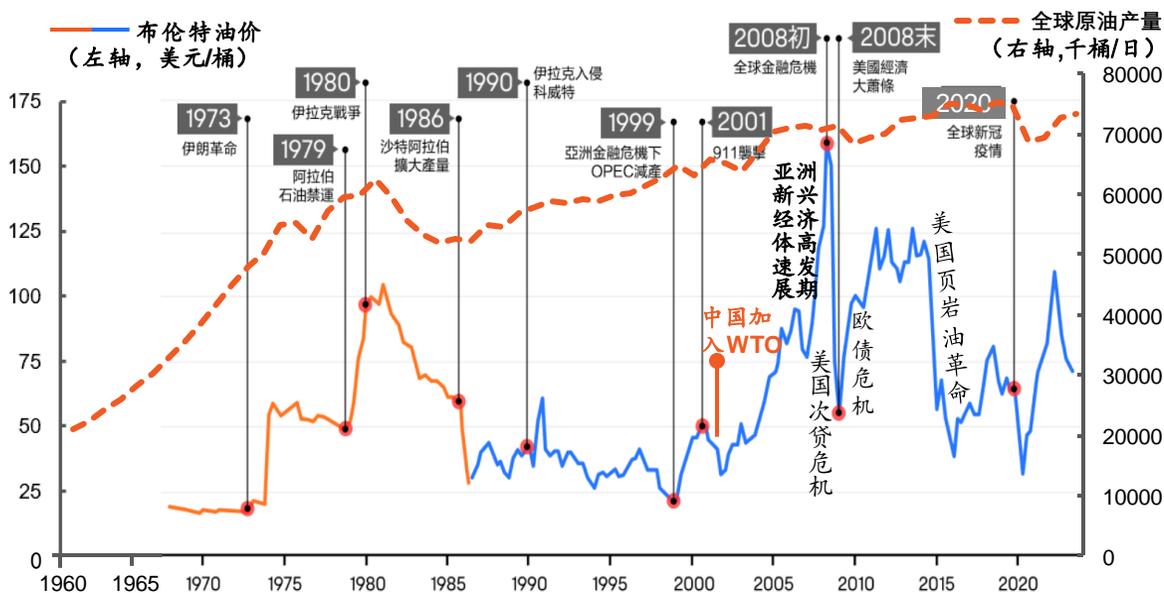
2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

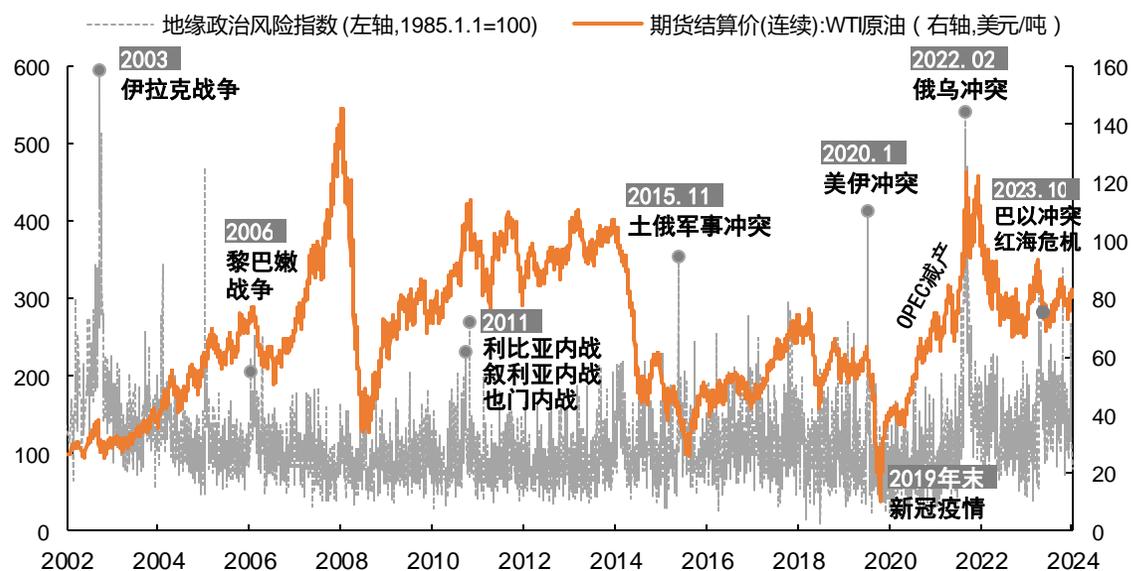
政治属性：原油是中东国政治博弈的重要工具，具有较强地缘风险溢价效应

- 政治属性：原油是中东国家对抗西方强权和争取国际话语权的政治博弈工具，历史上三次石油危机背后均有以美国为首的西方国家助推。第一次：1973-1975年第四次中东战争-OPEC为对抗支持以色列的西方国家而宣布原油减产和禁运，同时主产国不满于西方国家控制下的长期原油低价的矛盾凸显；第二次：1979-1980年伊斯兰革命和两伊战争-产油设施遭到破坏导致的被动供应减少；第三次：1990-1992年海湾战争-伊拉克入侵科威特，以美国为首的联盟军队开启对伊拉克的军事打击，导致两大产油国供给中断。
- 除中东战争影响原油供应、凸显其政治属性外，全球范围政治经济事件通过影响供需从而对油价造成较大冲击，例如2001年中国加入WTO、亚洲经济开启高速发展(需求↑)带动油价高涨，1999年亚洲金融危机(需求↓)、2008年美国次贷危机(需求↓)、2010年欧债危机(需求↓)、2014年美国页岩油革命(供给↑)、2020年全球新冠疫情(需求↓)造成油价快速下跌。

◆ 国际油价和全球原油产量走势及影响油价的重大历史事件



◆ 国际油价受地缘政治影响表现出风险溢价

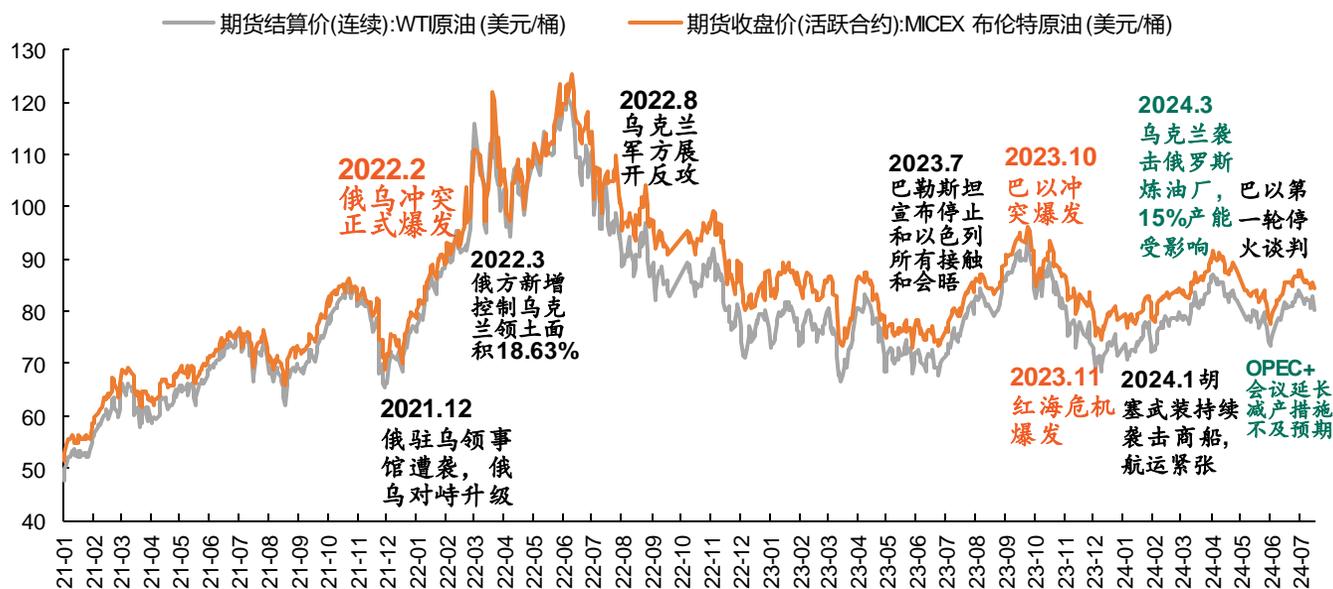


资料来源：US Energy Information Administration, wind, ifind, 平安证券研究所

政治属性：油价已基本回吐自俄乌冲突爆发以来的地缘风险溢价

- 原油主要受中东地区地缘政治风险的脉冲影响，呈现出风险溢价效应，新一轮国际地缘冲突紧张局势的蔓延再次对油价形成一定的向上冲击：2022年2月开始的俄乌冲突引发欧洲能源危机，2023年10月爆发的巴以冲突及同年11月的红海危机-胡塞武装对油轮进行袭击加剧了全球石油供应压力，2024年1-4月美国和北约介入俄乌和巴以冲突、红海危机不断发酵、伊以关系恶化、乌克兰袭击俄罗斯炼油厂等事件助推油价延续涨势，4月底巴以开启第一轮停火谈判叠加美国经济韧性仍较强、降息预期的减弱导致油价有所回落，6月初OPEC+会议就减产措施延迟至9月底的决定不及预期(市场预期延至年底)造成油价跌幅较大。
- 虽然目前地缘冲突仍在延续，但俄乌和巴以间的停火谈判动作有所推进，近期以色列谈判团队正在起草停火协议新条款，地缘风险对油价支撑作用趋弱，且因三轮冲突对原油供应未产生实质性影响，因此三次地缘冲突对油价的推动力逐轮减弱（波峰递减）、影响时间缩短，从冲突爆发后的整体油价走势来看，当前油价已基本回吐自俄乌冲突爆发以来的地缘风险溢价。

2021年以来国际原油期货价格走势

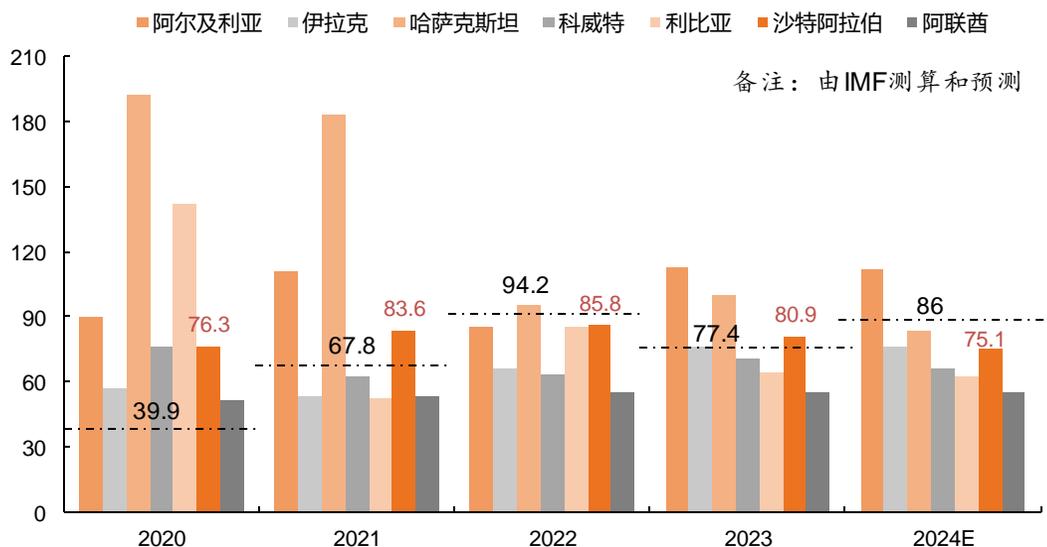


资料来源：wind，平安证券研究所

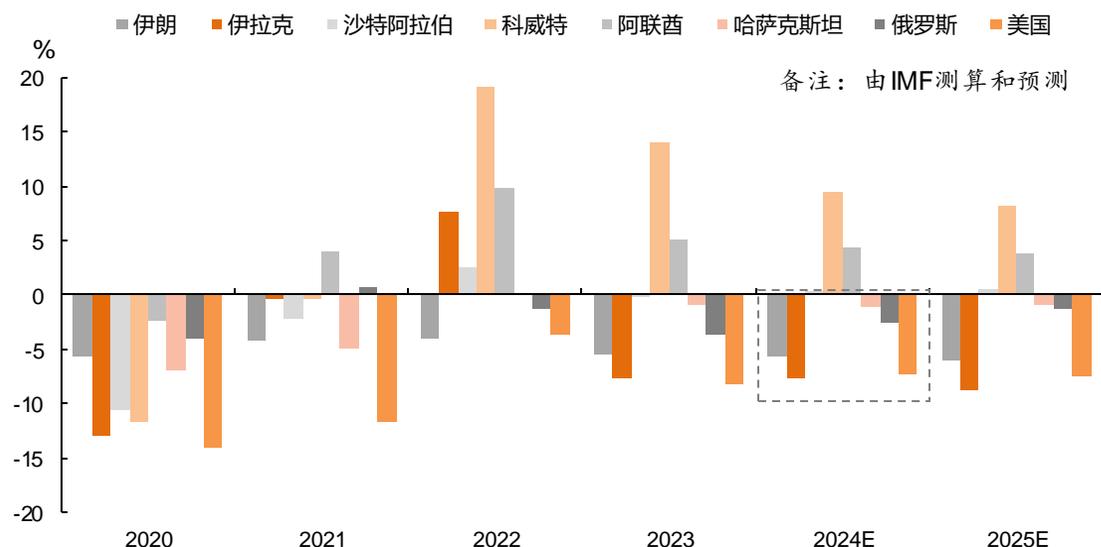
政治属性：主要产油国通过提高油价平衡财政收支的诉求仍较强

- OPEC和美国争夺原油定价权的主要目的为加大国际话语权的同时也为经济利益最大化，因原油收入占中东国家GDP比重高，因此OPEC产油国长期有通过提高油价平衡财政收支的诉求。
- 1973-2011年OPEC完善减产机制、主导全球供应，成员国合作保价满足高利润诉求；2020年联合G20实行大规模减产后，OPEC+消除内部分歧、加强减产约束力，美国页岩油2021年后进入供应瓶颈期，沙特、俄罗斯等OPEC+产油国对全球原油供应和价格影响再提升。
- OPEC国家依赖高油价实现财政收支平衡，当前伊拉克、伊朗、哈萨克斯坦等中东产油国以及俄罗斯均为财政赤字国，为缓解政府偿债压力，有通过减产提高油价进而增加财政收入的诉求。从历史基本面变化来看，原油需求增速整体保持稳定，而供给是主导油价波动的主因之一，当OPEC主导原油供应、拥有一定定价权时，产量与油价高度正相关。IMF预测2024年主要产油国沙特、伊拉克、科威特、阿联酋、哈萨克斯坦达到财政收支平衡的油价分别为75.1、66.3、54.8、83.9美元/桶。

IMF预测2020-2024年中东原油主产国财政平衡下的油价（美元/桶）



主要产油国政府财政差额占GDP的比例



资料来源：IMF，ifind，平安证券研究所，注：左图黑色虚线和数值表示列示国家平衡财政收支的油价平均值，红色数值为OPEC最大产油国沙特平衡财政收支的油价



1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

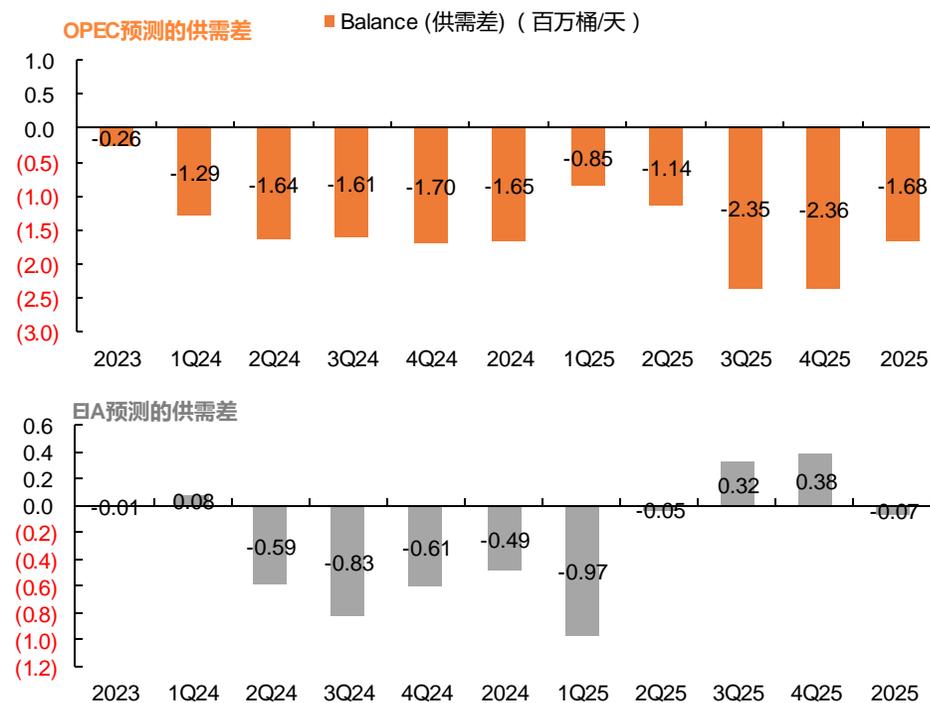
基本面判断：2024年原油供需缺口尚存，2025年机构预测出现分化

- 国际能源机构最新月报显示，2024年原油供需仍然存在缺口，且较2023年进一步拉大，供需偏紧是维系当前油价的核心因素。我们认为旺季之下供应过剩的情况较难出现，若三季度OPEC+产量如EIA和IEA预期小幅增产，则原油供需仍将维持较为平衡的态势。
- OPEC供需平衡预测（相对乐观）：2024年全球原油日均需求同增225万桶/日、供给增加85万桶/日，供需缺口较2023年拉大至165万桶/日；2025年中国、印度等亚洲非OECD国家原油需求保持强劲增长，全球原油需求有望同比增加185万桶/日，市场仍呈供不应求格局。
- EIA供需平衡预测（相对中性）：2024年全球原油日均需求同增111万桶/日、供给同比增加63万桶/日，供需缺口较2023年拉大至49万桶/日；2025年OPEC+逐渐退出减产、美国页岩油产量继续增加，全球原油供给将同增218万桶/日，25H2原油供需格局或扭转为供过于求。
- IEA供需平衡预测（相对悲观）：2024年全球原油日均需求同增约96万桶/日、供给同增77万桶/日、供需缺口约30万桶/日，2025年需求同增103万桶/日、供给同增180万桶/日，预计市场将出现供过于求，全球原油供给增量将集中在美国、巴西、圭亚那等美洲国家。

◆ OPEC和EIA预测的供需平衡表（百万桶/天）（2024年7月报）

OPEC	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Demand:											
OECD	45.65	45.09	45.81	46.26	46.18	45.84	45.18	45.88	46.41	46.28	45.94
Non-OECD	56.56	58.41	57.98	58.64	59.44	58.62	60.14	59.65	60.55	61.09	60.36
World demand	102.21	103.50	103.79	104.90	105.62	104.46	105.33	105.53	106.96	107.37	106.31
Y-o-y change	2.56	2.33	2.02	2.53	2.10	2.25	1.83	1.74	2.06	1.76	1.85
World production:											
Total OECD	30.69	31.05	31.53	31.48	31.81	31.47	32.24	31.90	32.13	32.62	32.22
Total Non-OECD	18.58	19.03	18.91	18.96	19.08	18.99	19.21	19.24	19.28	19.40	19.28
Total Non-OPEC production	49.28	50.07	50.44	50.44	50.88	50.46	51.45	51.14	51.40	52.02	51.50
Total Non-OPEC liquids production	51.75	52.59	52.96	52.96	53.40	52.98	54.03	53.72	53.98	54.60	54.08
(b) Total non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	59.98	61.00	61.30	61.26	61.74	61.32	62.41	62.13	62.28	62.99	62.45
Y-o-y change	2.69	1.96	1.96	1.08	0.40	1.34	1.41	0.84	1.02	1.25	1.13
OPEC crude oil production	27.02	26.56	26.61	26.77	26.71	26.68	26.85	27.11	27.42	27.23	27.15
Non-OPEC crude production	14.96	14.66	14.25	15.25	15.48	14.80	15.22	15.15	14.90	14.80	15.03
Total liquids production	101.95	102.21	102.15	103.28	103.92	102.81	104.48	104.40	104.60	105.02	104.63
Balance (供需差) (百万桶/天)	-0.26	-1.29	-1.64	-1.61	-1.70	-1.65	-0.85	-1.14	-2.35	-2.36	-1.68
EIA	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
consumption :											
OECD	45.65	44.81	45.08	46.17	46.37	45.61	45.76	45.38	46.28	46.43	45.96
Non-OECD	56.15	56.90	57.57	57.40	57.35	57.30	58.34	58.88	58.82	58.80	58.71
total world consumption	101.80	101.71	102.65	103.57	103.72	102.91	104.10	104.26	105.10	105.23	104.67
production:											
OPEC total	32.18	32.03	31.88	32.07	32.04	32.00	32.13	32.39	32.70	32.51	32.43
crude oil	26.89	26.63	26.61	26.77	26.71	26.68	26.85	27.11	27.42	27.23	27.15
Other liquids	5.29	5.40	5.27	5.30	5.33	5.32	5.28	5.28	5.28	5.28	5.28
Non-OPEC total	69.61	69.76	70.18	70.67	71.07	70.42	71.00	71.82	72.72	73.10	72.17
crude oil	49.87	49.92	49.51	49.83	50.59	49.96	50.84	50.97	51.66	52.13	51.41
Other liquids	19.74	19.84	20.67	20.84	20.48	20.46	20.15	20.85	21.06	20.97	20.76
total world production	101.79	101.79	102.06	102.74	103.11	102.42	103.13	104.21	105.42	105.61	104.60
balance (供需差) (百万桶/天)	-0.01	0.08	-0.59	-0.83	-0.61	-0.49	-0.97	-0.05	0.32	0.38	-0.07

◆ 全球原油供需差预测

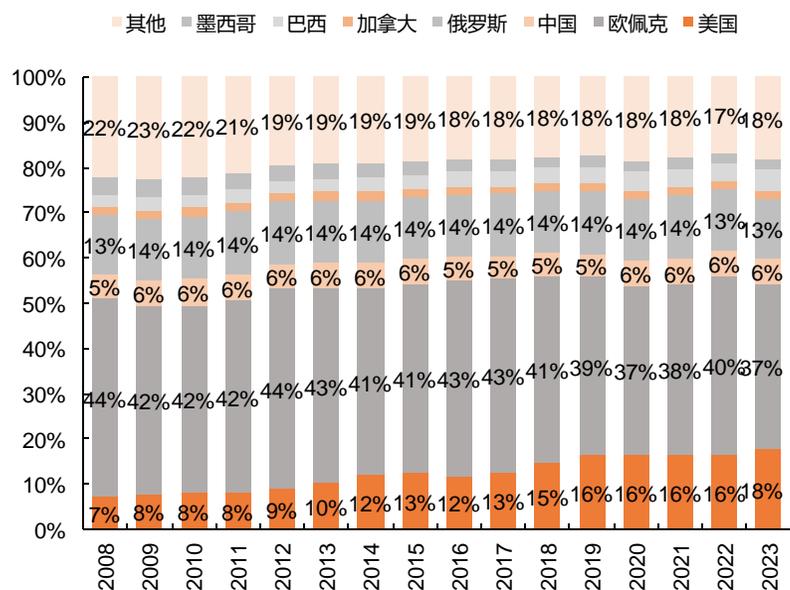


资料来源：OPEC, EIA, IEA, 平安证券研究所

供应端：三大核心产油方主导供应，OPEC+和美国间的博弈

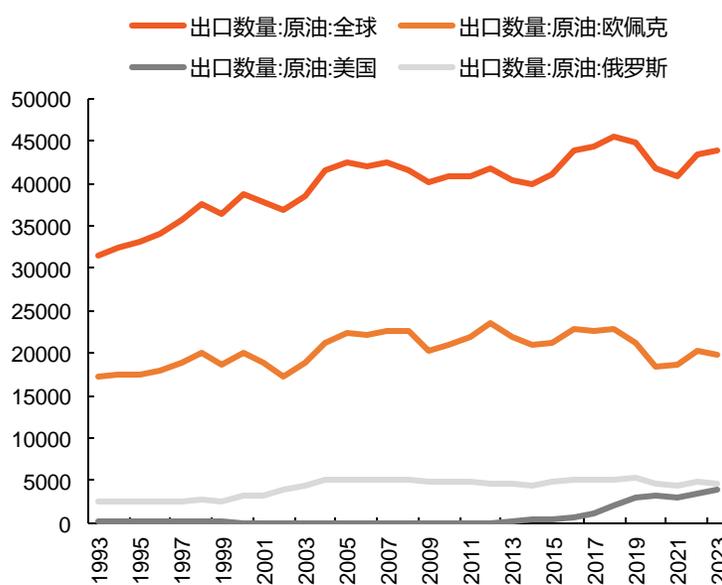
- OPEC（现有12国，安哥拉于2024.1.1退出）、美国、俄罗斯是世界三大原油供给方（据OPEC数据，2023年三方产量占比分别达37%、18%、13%），以沙特为首的OPEC产油国仍是全球原油供应的中坚力量，据OPEC统计，2023年OPEC已探明原油总储量占全球的79.1%。2016年底以俄罗斯领头的非OPEC产油国和OPEC首次达成联合减产合作(该合作组织被称为OPEC+22国)，旨在维持原油供需平衡和稳定国际油价。
- 美国页岩油产量持续增加削减了OPEC+对全球原油供应的约束力和原油定价权，OPEC+需在保油价和保市场份额间权衡。美国自2011-2014年加速页岩油开发和量产，2015年后使用立体开发技术提高效率，此后页岩油产量大幅增加，2018年超越沙特和俄罗斯成为全球原油产量第一的国家，据EIA，2023年美国原油产量中页岩油占比约75%。2015年底美国解除原油出口禁令，出口量大幅增加，对OPEC原油供应和国际油价形成了较大冲击，OPEC如通过减产协议约束全球原油供应，则面临市场份额持续下行的风险，因此需在保油价和保市占率间做出权衡。

全球主要原油供给方历年产量占比

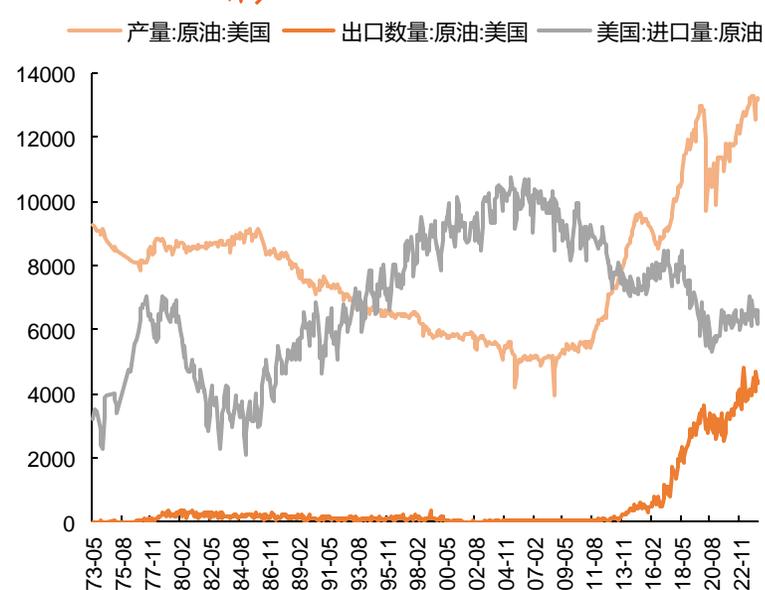


资料来源：ifind, wind, 平安证券研究所

全球主要产油国原油出口量 (千桶/日)



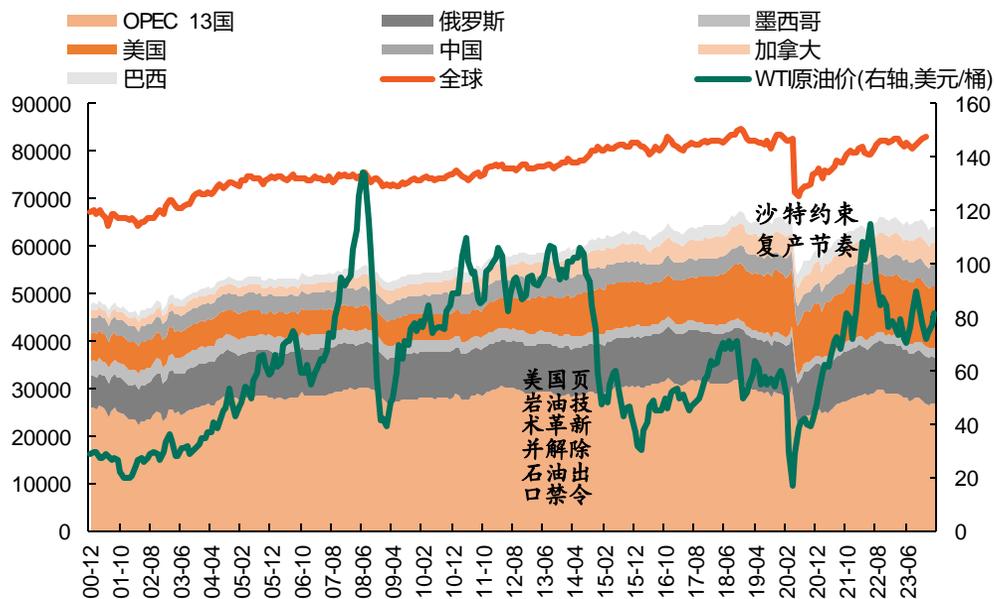
美国原油进出口和产量 (千桶/日)



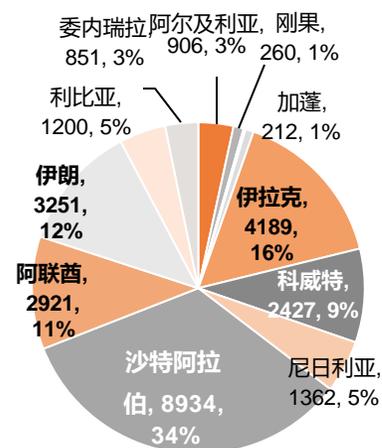
供应-OPEC：全球原油主要来源，配额制和联合减产约束供应

- 在历史较长时间中欧佩克和全球原油产量走势基本趋同，以沙特(据OPEC月报,2024.6沙特日均产量占OPEC总日产的33.6%)、伊拉克(15.8%)、伊朗(12.2%)、阿联酋(11.0%)、科威特(9.1%)等为代表的OPEC国配额约束和产量调整对全球原油供应变化起到决定性作用。
- 虽然在美国页岩油革命后OPEC对全球原油供应的主导力量有所减弱，但在面临较大供需错配和价格剧烈波动时，OPEC严格执行配额制和规模化联合减产对全球原油供应调控和稳油价仍起到关键性作用。如2020年新冠疫情影响下，企业生产活动和人员流动受限，全球石油需求大幅下降，OPEC组织大规模减产行动，再次主导全球原油供应，重新掌握定价权。据金联创数据，2020全球原油需求为92.91百万桶/日、yoy-7.68%，5月油价大幅下跌后，欧佩克及G20组成减产同盟实施大规模减产，多家美国页岩油开采商也主动加入减产行动中，促使2020年全球原油总供应量大幅降至94.45百万桶/日、yoy-6.53%，同年6月油价迅速扭转下降走势，重启上行。

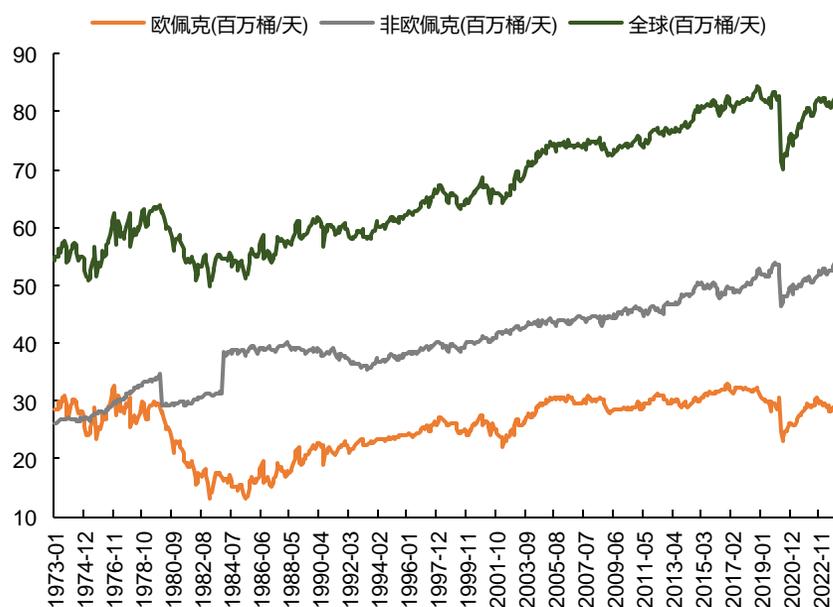
全球主要原油供应方月均日产量(千桶/日)及油价走势



2024年6月OPEC各国日均产量(千桶/日)及占比



OPEC和非OPEC国原油产量变化(含凝析油)



资料来源：ifind, wind, OPEC, 平安证券研究所，注：OPEC 13国自2024年起调整为12国、安哥拉已退出

供给-OPEC+：2024年加码自愿减产，2025年上调目标产量

- 2016年底，以俄罗斯领头的非OPEC产油国和OPEC首次达成联合减产合作(该合作组织被称为OPEC+22国)，旨在维持原油供需平衡和稳定国际油价。2024年OPEC+加大自愿减产并延长减产时间，目标产量下行，托底油价意愿强烈，2025年自愿减产逐步取消、总产量目标上调。
- 复盘历年OPEC+减产计划：2008年金融危机为应对经济衰退造成的需求萎缩，OPEC实行三次减产，在此后8年时间未达成新减产协议。2016年1月油价降至2009年以来最低点，11月30日OPEC再提减产计划，成员国同意将原油产量削减120万桶/日至3250万桶/日，该协议作用于2017H1，后延至2018年3月。2020年4月9日，OPEC+达成创纪录大规模分阶段减产协议，原油供应大幅下调，油价快速回升。2019-2022年出于OPEC+多个产油国对高油价平衡财政盈亏的诉求而实施多次减产计划，2022年10月OPEC+决议产能配额合计削减200万桶/日，2023年4月OPEC+会议达成9个国家自愿减产165.7万桶/日，同年11月会议，8个成员国额外自愿减产合计219.3万桶/日，2024年6月OPEC+会议将219.3万桶/日自愿减产延长一个季度至2024年9月底（此后逐渐取消这部分自愿减产），并将200万桶/日集体减产、165.7万桶/日自愿减产延长到2025年底，并确定2025年基础产量配额，OPEC+总产量目标同比上调54.2万桶/日。

◆ OPEC和OPEC+减产计划时间表

OPEC会议时间	减产量 (万桶/天)	执行时间
2008.09.10	-52	2008.9-
2008.10.24	-150	2008.11-
2008.12.17	-220	2009.1-
2016.11.30	OPEC减产120万桶/天,非OPEC减产60万桶/天	2017.1-2017.6
2017.05.25	延续上次减产协议	2017.7-2018.3
2018.06.23	+100	2018.7-
2018.12.07	-120	2019.1-2019.12
2019.12.06	OPEC减产80万桶/日,非OPEC减产40万桶/日	2020.1-2020.3
2020.04.09	-210	2020.1-2020.3
2020.06.06	-970 ; -770 ; -580	2020.5-6 ; 2020.7-12 ; 2021.1-2022.4
2020.12.03	延续上次减产协议(-970),沙特额外减产100	2020.6
2021.01.04	-720 (由前次970调整为720)	2020.12
2021.04.01	-572.5 (2020.4会议基准,沙特额外减产100)	2021.2-3
2021.04.01	-520 ; -510 ; -495.9	2021.5月/6月/7月
2022.10.05	-200	2022.11-2023.12
2023.04.03	-165.7	2023.5-2023.12
2023.06.04	俄罗斯自愿减产50万桶/日延至2024年底, 7月起沙特自愿减产100万桶/日	自2023.7开始
2023.11.30	-219.3	2024Q1
2024.04.03	OPEC+自愿减产近220万桶/日协议延长至24Q2	2024Q2
2024.06.02	OPEC+自愿减产近220万桶/日协议延长至24Q3, 将165.7万桶/日延长至2025年末	2024Q2

◆ OPEC+减产量、产量和配额量情况

单位：千桶/日	2022.10 集体减产	2023.4 自愿减产	2023.11 自愿减产	合计 需减产	2024.6 实际减产量	2024.6 产量	2024.6 配额量	配额 占比
阿尔及利亚	48	48	51	147	80	906	908	2.6%
刚果	15			15	10	260	277	0.8%
赤道几内亚	6			6	10	54	70	0.2%
加蓬	9	8		17		212	169	0.5%
伊拉克	220	211	220	651	610	4189	4000	11.2%
科威特	135	128	135	398	400	2427	2413	6.8%
尼日利亚	84			84	100	1362	1500	4.2%
沙特阿拉伯	526	500	1000	2026	3260	8934	8978	25.2%
阿联酋	160	144	163	467	1000	2921	2912	8.2%
安哥拉2024.1退出	70							
OPEC 9国合计	1273	1039	1569	3881	5470	21264	21227	59.6%
伊朗						3251		
利比亚					40	1200		
委内瑞拉					-20	851		
OPEC 12国合计	1273	1039	1569	3881	5490	26566	21227	
阿塞拜疆	33			33		479	551	1.5%
哈萨克斯坦	78	78	82	238	50	1549	1468	4.1%
墨西哥	0				20	1604	1753	4.9%
阿曼	40	40	42	122	90	768	759	2.1%
俄罗斯	526	500	500	1526		9139	8978	25.2%
其他(巴林/文莱/马来西亚等)	50			50	100	697	868	2.4%
Non-OPEC 合计	727	618	624	1969	260	14235	14377	40.4%
OPEC+合计	2000	1657	2193	5850	5750	40801	35604	100.0%

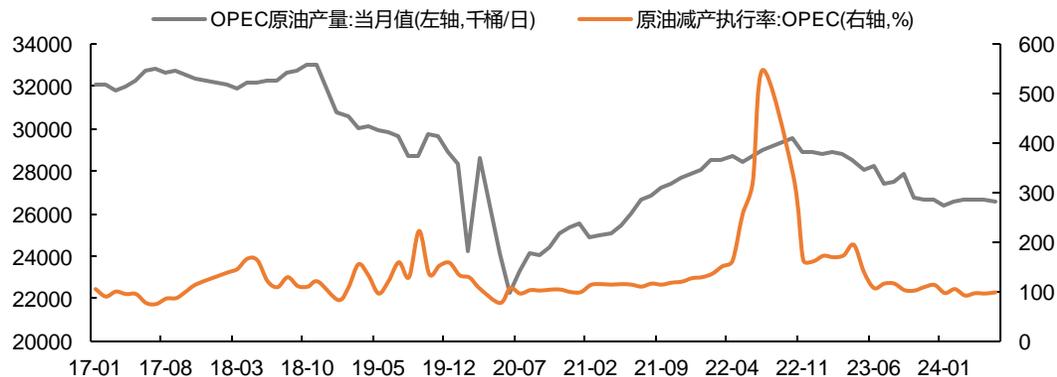
资料来源：OPEC，平安证券研究所

资料来源：OPEC，IEA，平安证券研究所，注：标红为6月超产国

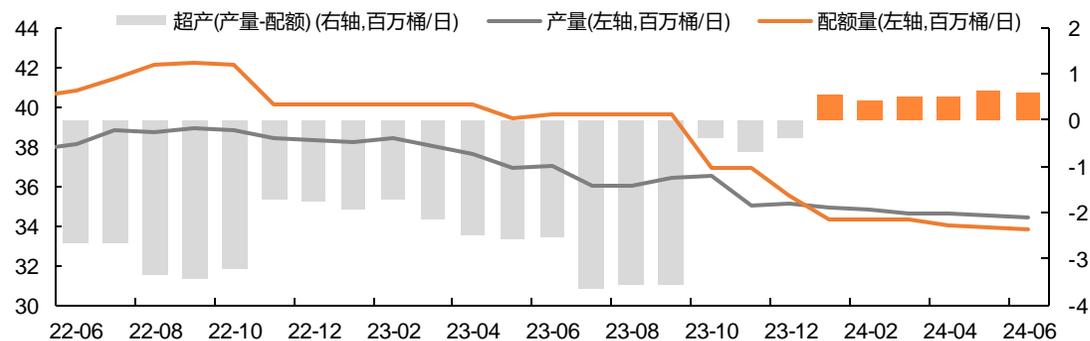
供给-OPEC+：在重要时点仍起到调控供应和托底油价的关键作用

■ 结合油价走势和OPEC+减产时间表，我们认为在供需出现较大变化的动荡期，OPEC对供应和油价仍起关键调控作用，特别是在2008年、2016年、2020年需求萎缩、供大于求的时期，OPEC通过规模化的减产行动约束供应，使油价重回上行通道；而在供需相对平稳运行时期，OPEC+减产约束力有所下滑，其对油价走势影响边际减小，且OPEC+产油国财政收入中对油气的依赖高，2024年以来有部分国家存在超产情况，减产执行率略低于100%。在投资不足的长期条件并未改变之后，我们认为年初以来供给条件收紧对于市场预期和基本面平衡的影响也更加明显。OPEC+集中减产对于供应秩序的滞后效应可能提高产量约束效果，今年原油显性剩余产能已基本集中在OPEC+，石油市场紧平衡或有望延续。

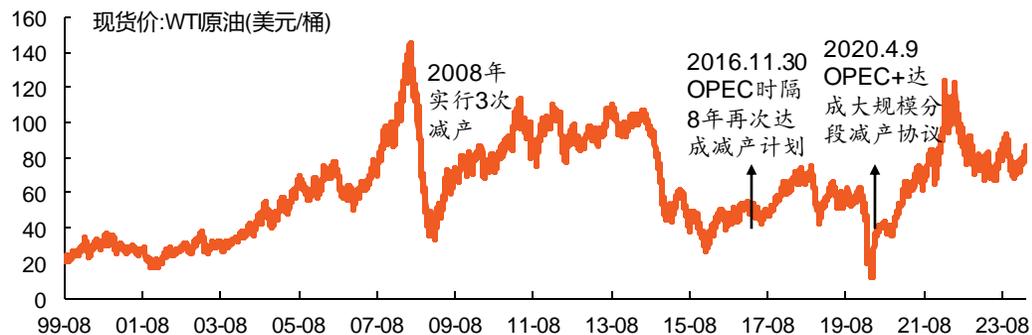
◆ OPEC+产量和减产执行率



◆ OPEC+配额量和超产情况



◆ 国际油价走势 (美元/桶)

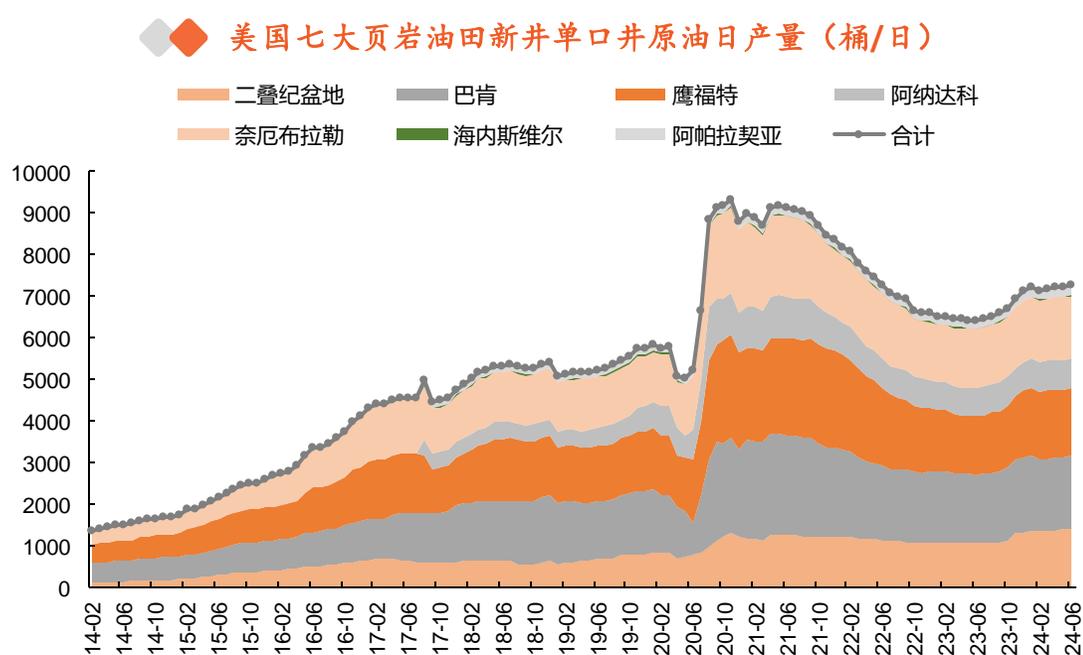


资料来源：OPEC, ifind, IEA, 平安证券研究所

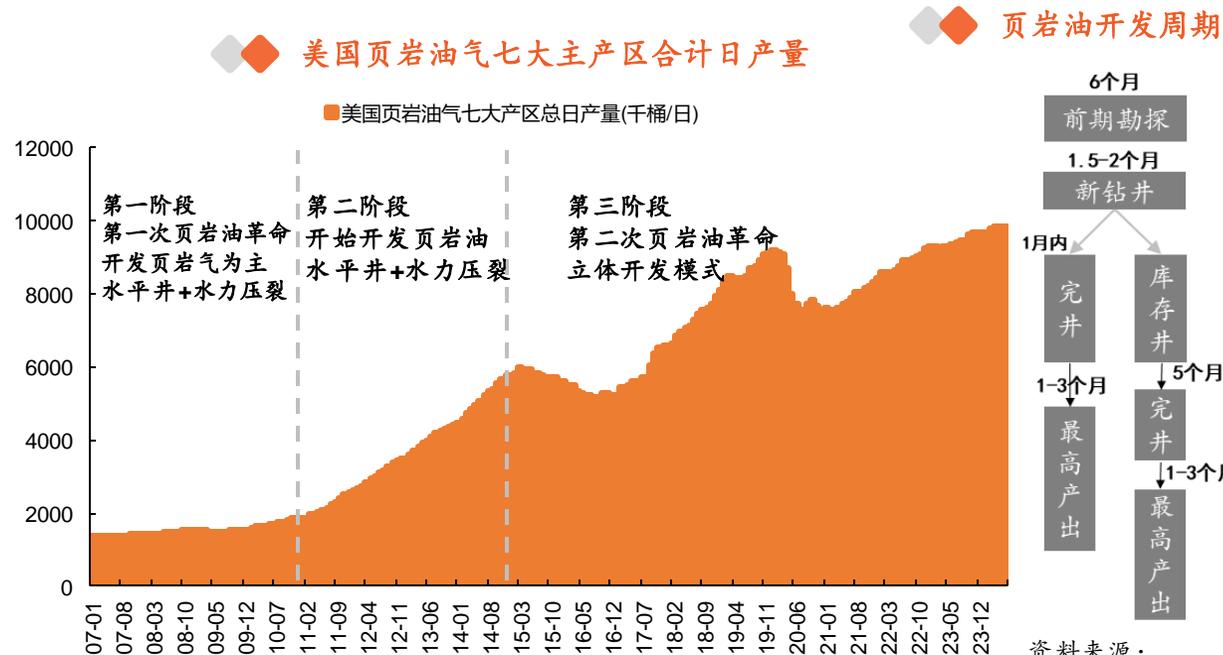
单位：千桶/日	24Q3配额	24Q4-2025.9配额	2024配额	2025配额	2025年配额同比变动
阿尔及利亚	908	959	1007	1007	
刚果	277	277	276	277	+1
赤道几内亚	70	70	70	70	
加蓬	169	169	177	177	
伊拉克	4000	4220	4431	4431	
科威特	2413	2548	2676	2676	
尼日利亚	1500	1500	1380	1500	+120
沙特阿拉伯	8978	9978	10478	10478	
阿联酋	2912	3375	3219	3519	+300
OPEC 9国	21227	23096	23714	24135	+421
阿塞拜疆	551	551	551	551	
哈萨克斯坦	1468	1550	1628	1628	
墨西哥	1753	1753	1753	1753	
阿曼	759	801	841	841	
俄罗斯	8978	9449	9949	9949	
马来西亚	401	401	401	401	
其他	467	467	467	467	
OPEC+合计	35604	38068	39304	39725	+421

供给-美国：三阶段、两革命奠定美国页岩油气供应格局

- 美国页岩油气开发始于**2005年**，经历三个阶段、两次革命，技术革新后，以资源丰富、生产周期短等优势成为全球原油供应增量主力。
- **第一阶段2005~2010年**，第一次页岩革命，发起于巴内特页岩气产区，进一步开发鹰滩、马塞勒斯页岩气等主力产区，主体技术是“水平井+水力压裂”。**第二阶段2011~2014年**，美国本土天然气产量快速增长、价格持续走低，借高油价契机，油气作业者探索使用“水平井+水力压裂”技术开采页岩油，率先对美国北部巴肯页岩油进行开发和规模化生产，并扩展到对二叠纪盆地页岩油大规模开发。
- **第三阶段为2015年至今**，即第二次页岩革命。2014年国际油价断崖式下跌并持续低位运行，期间美国上百家页岩油气公司破产，石油巨头开始寻求技术革新以此来降低开发成本、提高钻井效率，以壳牌、埃克森美孚为代表的头部企业积极践行“立体开发模式”并引入大量数字技术，美国石油在用钻机数和油气产量在经历了连续多月减少后，2016Q4重启增长。



资料来源：ifind，平安证券研究所



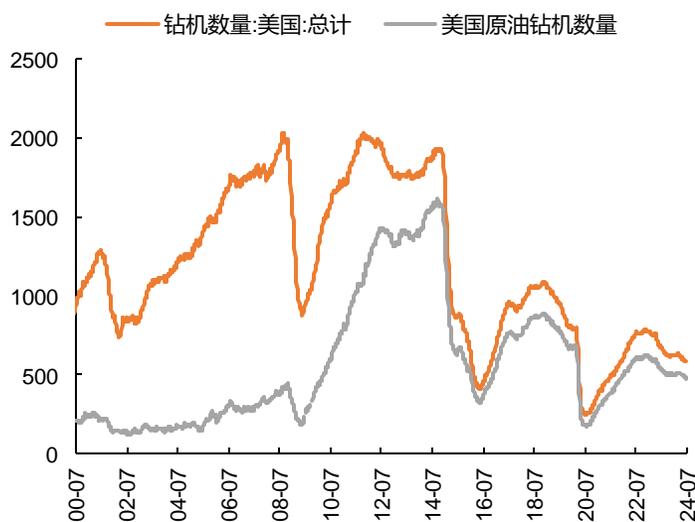
资料来源：ifind，平安证券研究所

资料来源：中国地质大学北京 郑州研究院

供给-美国：页岩油产能出现衰减态，供应增量或边际趋减

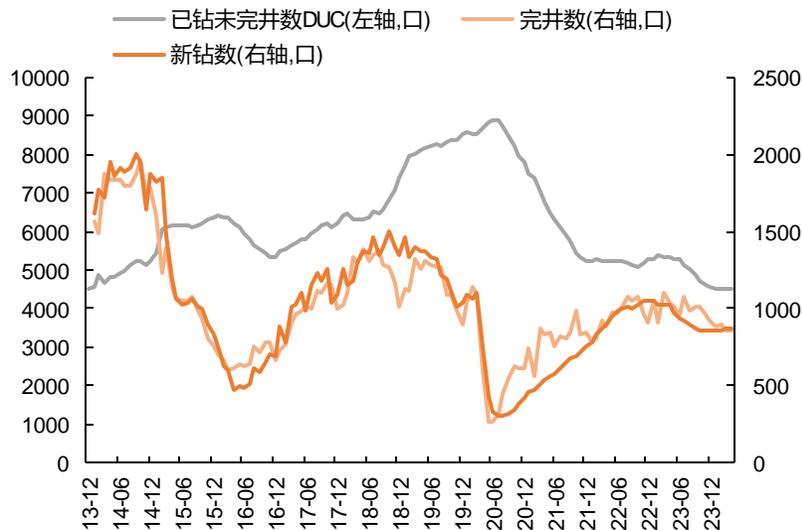
- 近年来美国原油增产大部分来自于页岩油开发，但页岩油井衰竭速度快、有效寿命约3-5年，高衰竭下要保持增产需持续投入钻井设备、投资资本开支，后续美国原油供应增量或将呈边际减少态势，原因主要有三点：1) 美国钻机数量整体下降（先行指标-领先原油产量1.5-2个月），新钻井基本转化为完井，完井数相较于上一波生产高峰2017-2019年有所下移，已钻未完井的库存井数量也自2020年9月以来持续下降至历史低点，且超过2年未使用的库存井会变为废井，虽有部分仍可压裂后产出，但产量衰减速度会较快，采收量也少于正常井，因此库存井的不断向下透支使其对美国页岩油产量增长的可持续支撑力在边际减弱；2) 二叠纪盆地、巴肯、鹰福特、奈厄布拉勒等美国主要增长油井潜在产能已开始停止增加，2021年以来新井单口井产量下滑，优质油井减少，技术改进的利好或被岩石质量恶化逐渐抵消；3) 美国原油生产商投资决策仍偏谨慎，高通胀下公司增加资本开支意愿减弱，成本通胀挤占部分本该落实到产量上的实际资本开支，目前页岩油生产企业资本开支决策仍较保守。

美国累计总钻机数和原油钻机数（部）



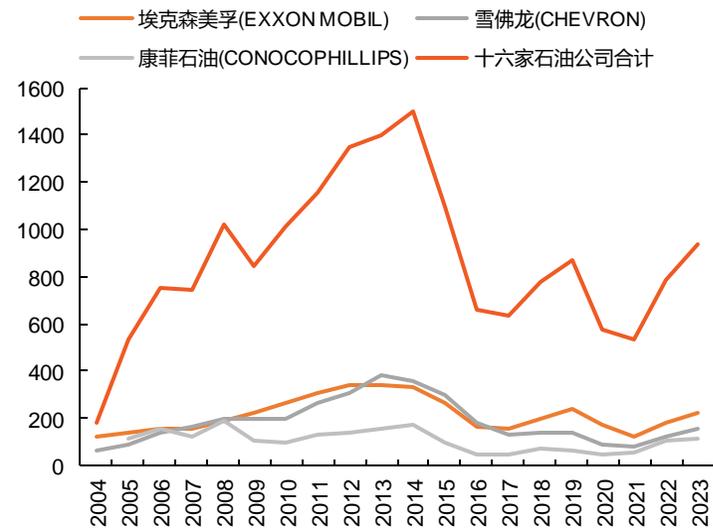
资料来源：ifind，平安证券研究所

美国七大页岩油产区新增完井数/新钻井数/累计库存井DUC（口）



资料来源：wind，EIA，平安证券研究所

美国石油公司资本支出（亿美元）

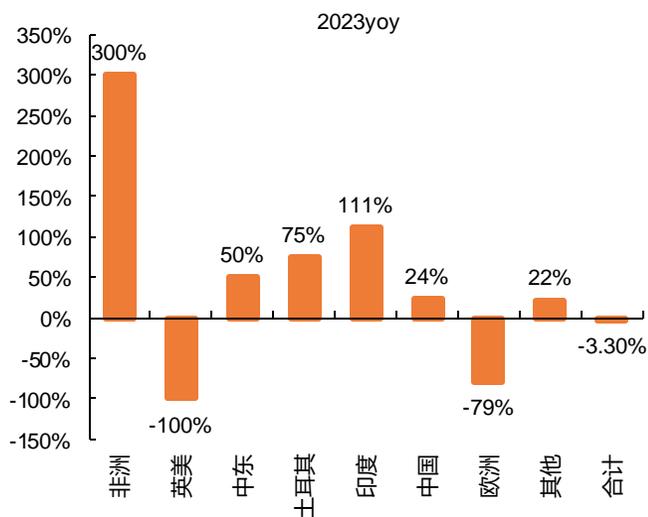


资料来源：ifind，平安证券研究所

供给-俄罗斯：全球第二大产油国，调整出口结构抵消欧美制裁影响

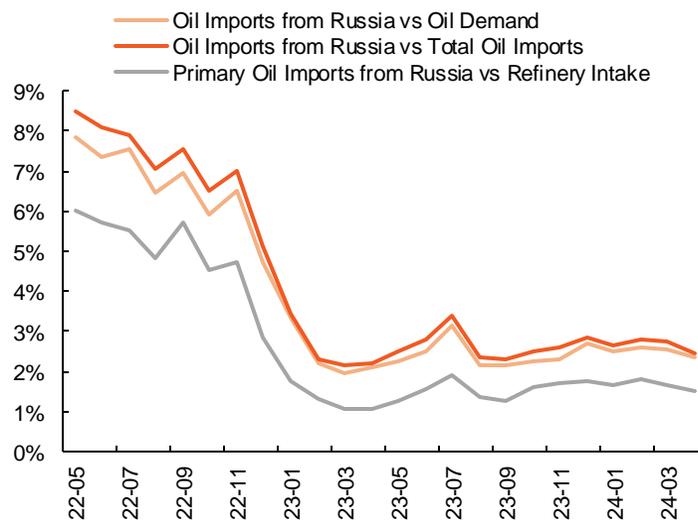
- 俄罗斯是目前仅次于美国的全球第二大产油国，于2016年底加入OPEC+，与沙特、伊拉克、伊朗、阿联酋等中东产油大国组成的OPEC+组织联合对抗美国页岩油大幅增产带来的供应压力。同时，俄罗斯作为石油三大出口国之一，财政预算中对石油和天然气的收入依赖程度高，据环球网，2023年油气收入约占俄联邦预算收入的27%，2024H1俄联邦预算中来自油气的收入同比高增68.5%。
- 2022年俄乌冲突以来，欧盟、英美等国对俄罗斯石油进行多轮制裁，OECD国家对俄罗斯的原油依赖度持续下降，从其实际原油产量和出口量来看，俄罗斯通过快速调整原油出口结构，从欧洲转向中国、印度和非洲市场，以此抵消了西方国家制裁带来的出口减少。据彭博社报道，2023年俄罗斯向亚太市场出口石油1.93亿吨，约占全部份额的82%，其中对华出口量达到1.07亿吨，约占俄罗斯总出口量的45.7%，因中国和印度对俄原油进口的激增，俄罗斯2022年原油出口量仍保持在yoy+7.6%的强劲表现，2023年出口小幅下降3.3%，目前俄罗斯已成中国最大的石油供应国。

2023年俄罗斯出口到各国原油量yoy



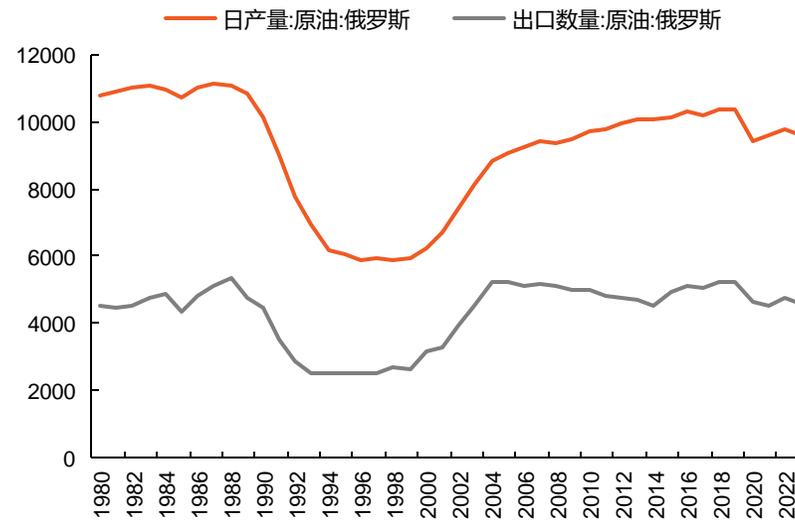
资料来源：IEA，平安证券研究所

OECD对俄罗斯原油的依赖程度减弱



资料来源：IEA，平安证券研究所

俄罗斯原油日产量和日出口量(千桶/日)



资料来源：wind，平安证券研究所



1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

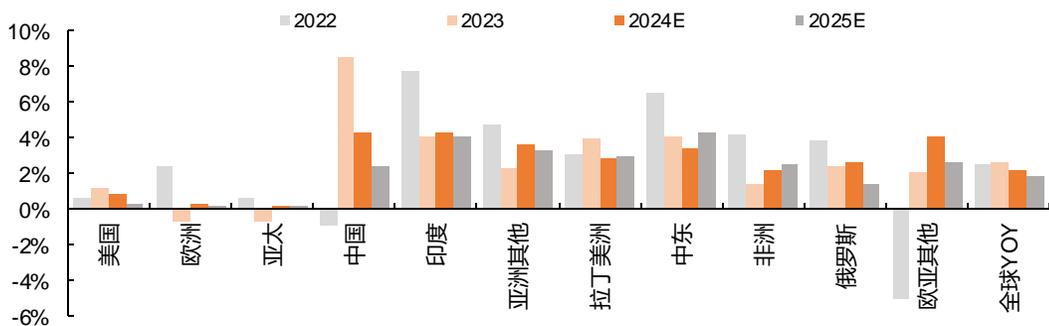
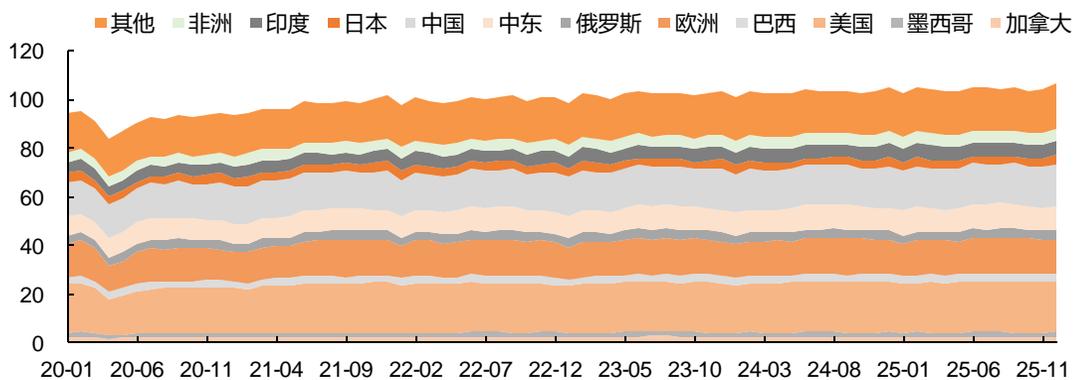
2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

需求端：原油需求增速高度挂钩GDP，新兴经济体将贡献核心增量

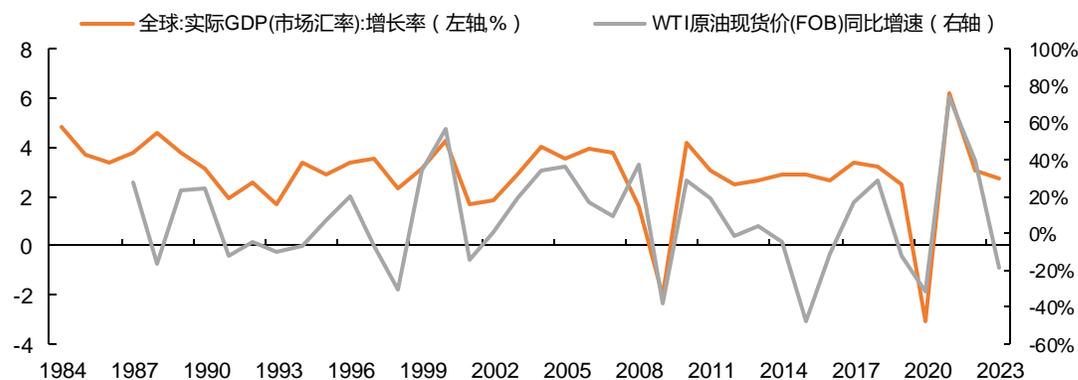
- WTI原油价格走势与全球GDP表现具有较高的正相关性。原油终端应用覆盖汽车、建筑、电子电器、日用品等各个领域，经济增速与原油需求增速同步性较高，EIA预测2024年全球原油需求将同比增长111万桶/天。
- 从结构上来看，全球原油需求主要来自美国、欧洲、中国和印度等，其中以中国和印度为代表的亚洲新兴国家逐渐成为全球原油需求的主要增长极。据EIA数据，2023年中国原油需求新增79万桶/天，占需求增量的41.2%，主要得益于汽柴油消费增长，预期2024年中国原油需求将增加32万桶/天；印度正处工业化成长期，原油需求呈现强劲的增势，EIA预测其2024年需求增量为28万桶/天。

◆ 各国原油需求（百万桶/天）及年同比增速yoy



资料来源：EIA，OPEC，平安证券研究所

◆ 原油价格走势和全球GDP具有高相关性



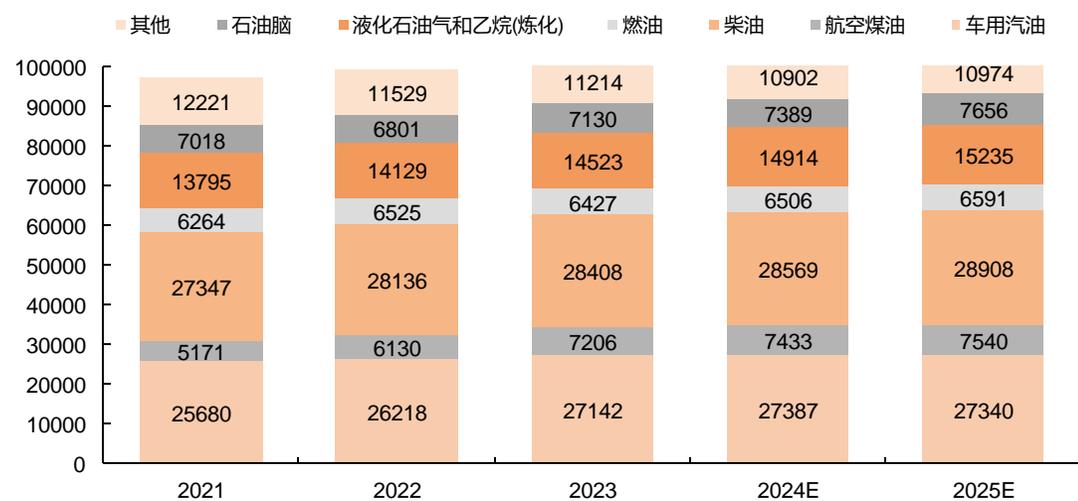
各国GDP	全球	美国	欧盟	日本	巴西	俄罗斯	印度	中国
2022	3.3	2.9	3.5	0.9	3.0	-2.1	6.7	3.0
2023	3.0	1.6	0.5	1.9	3.0	3.0	6.8	5.2
2024E	2.8	2.1	0.5	0.8	1.6	2.0	6.6	4.8
2025E	2.9	1.7	1.2	1.0	1.9	1.4	6.3	4.6

资料来源：ifind，OPEC，平安证券研究所

需求端：出行景气攀升，汽油和航空煤油需求上行

- 原油下游产品主要由车用汽油、柴油、液化石油气(炼化)、航空煤油、石油脑、燃油等构成，据IEA 2024年4月报，2023年上述应用需求占比分别达27%、28%、14%、7%、7%、6%，日需求量分别达27142、28408、14523、7206、7130、6427千桶/日。
- IEA测算2023年全球原油需求量同比增加2.6%，预计2024年同比增加1.03%，其中航空燃油和煤油需求同增3.15%、石油脑需求有望同增3.63%。自全球防疫管控逐步放开以来，交通运输业、旅游业复苏，海内外出行景气持续攀升，全球航班数和里程数回升带动航空煤油需求高增，同时我国公路运输量上行支撑运输燃料需求，海外夏季出行高峰到来也为三季度汽油和航空燃油提供了需求动力。

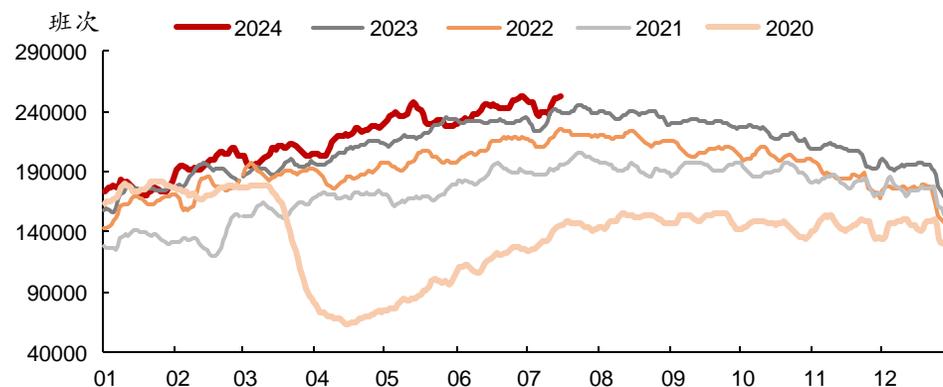
原油各大下游成品油需求量(千桶/日)及同比增速



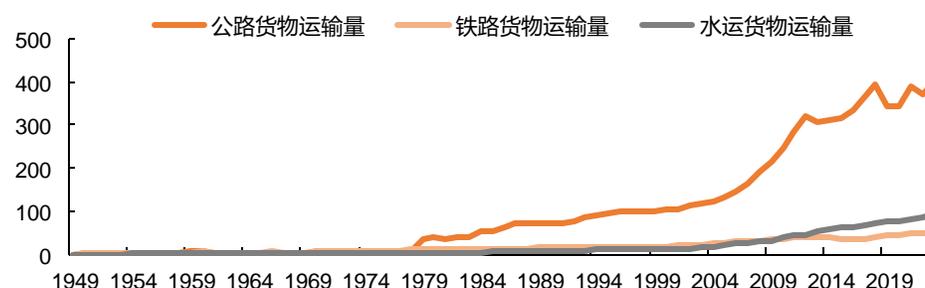
	车用汽油	航空燃油和煤油	柴油/天然气	残余燃油	液化石油气和乙烷(炼化)	石油脑	其他	合计
23yoy	3.52%	17.55%	0.97%	-1.50%	2.79%	4.84%	-2.73%	2.60%
24yoy	0.90%	3.15%	0.57%	1.23%	2.69%	3.63%	-2.78%	1.03%
25yoy	-0.17%	1.44%	1.19%	1.31%	2.15%	3.61%	0.66%	1.11%

资料来源：IEA, OPEC, 平安证券研究所

2020-2024年全球航班数(7日移动平均)



我国公路/铁路/水运运输量上行(万吨/年)

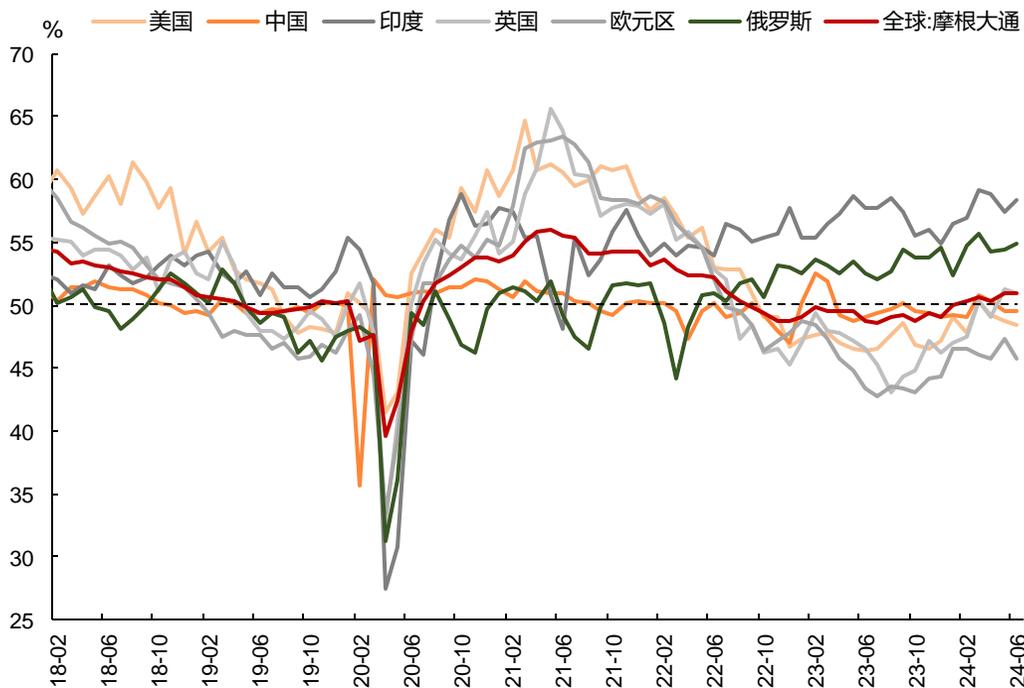


资料来源：Flightradar24, ifind, 平安证券研究所

需求端：印度等新兴经济体制造业增势强劲，中美成品油呈现汽强柴弱状态

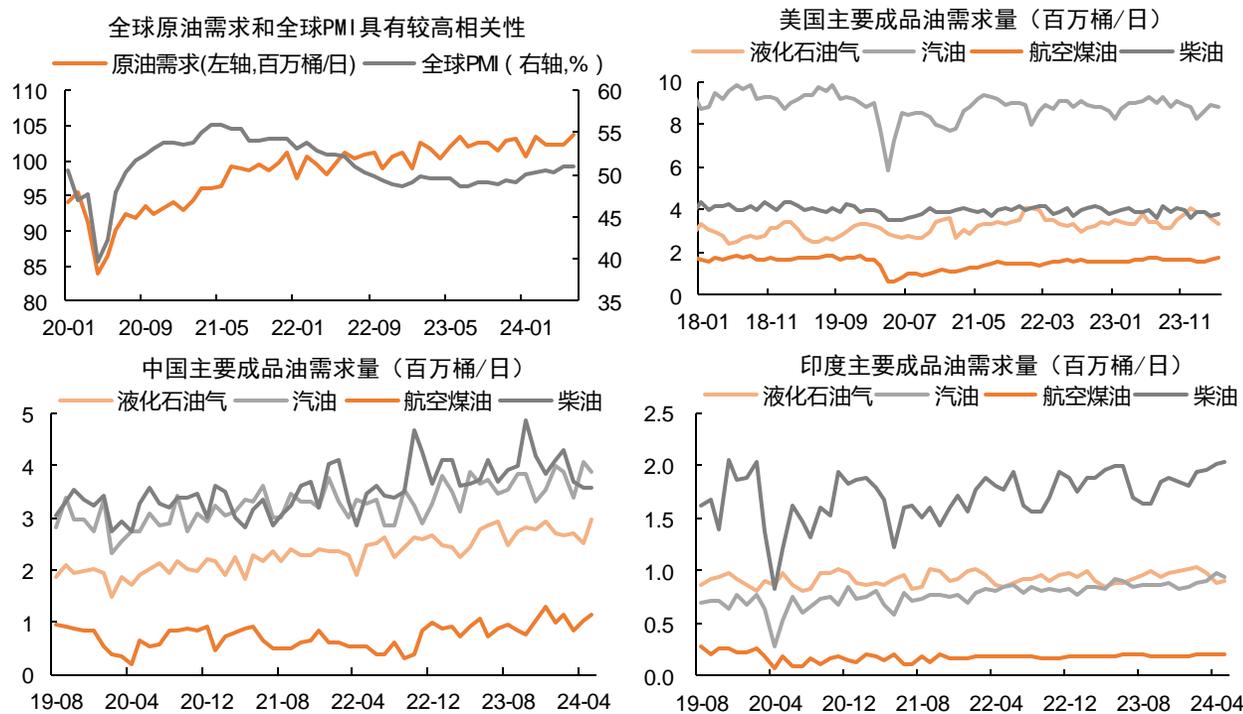
- 原油下游应用主要有交通运输（据OPEC数据历年占比近50%）、工业制造(锅炉燃料/发电/石化等)、居民生活、建筑业等，上述各产业是国民经济的支柱，终端交运、电力、化工等领域景气度和国民经济增速高度挂钩，因此油品需求和PMI指数具有一定正相关性。
- 摩根大通统计数据显示，2024年以来全球制造业产出消费整体仍共振上行、制造业PMI震荡上移，美国经济韧性仍存、汽油和航空煤油需求维持增长，俄罗斯制造业回暖，印度作为新兴市场代表国家之一工业化加速推进、经济增势强劲、汽柴油需求向好，中国油品消费则呈现出汽强柴弱的态势。2024年上半年全球各月度制造业PMI指数均位于50%荣枯线以上，终端交通运输、工业制造等景气的回暖对煤料、汽油需求形成较强支撑，运输燃油需求仍保持较为乐观的增势。

◆ 全球主要国家制造业PMI表现



资料来源：wind，平安证券研究所

◆ 各国原油各大下游成品油需求量（百万桶/日）

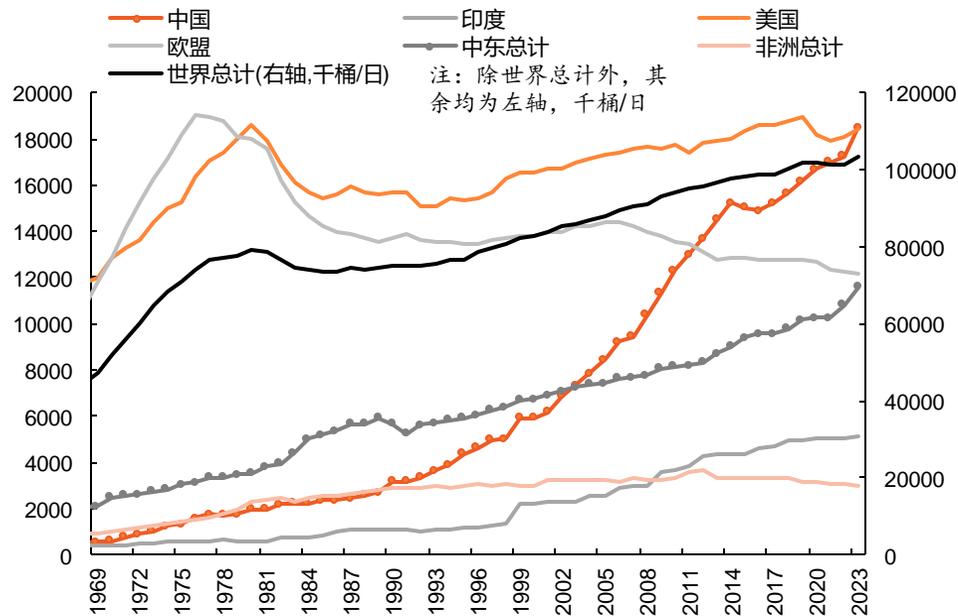


资料来源：EIA，ifind，平安证券研究所

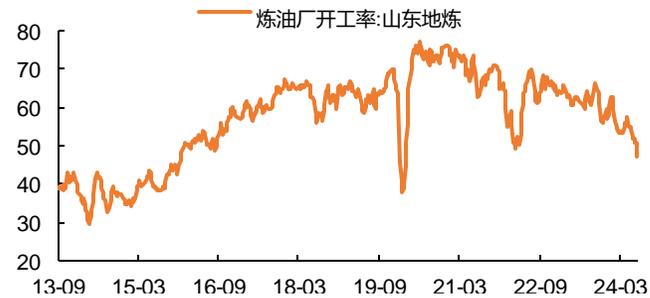
需求端：近年来中印炼化产能持续爬升，2024年受基建影响我国炼厂开工下行

- **炼油方面：**近30年中国和印度及其他中东国家新兴经济体高速发展，特别是我国加速发展的民营大炼化为产业加注生产动力，促进炼化产能持续上行，据ifind数据，2000-2023年我国炼油产能从5.91百万桶/日提升至18.48百万桶/日、CAGR达5.08%(全球CAGR为0.97%)，产能超过美国成为全球最大炼油国，炼化产业的发展推动成品油高效产出，终端经济增长促进炼油需求释放，据IEA测算，2023年全球成品油需求同比增加2.6%，预计2024年需求同比增加1.03%，到2025年有望同比增加1.11%。
- 今年以来，我国炼厂开工受终端地产、基建需求疲软影响和节能减排政策要求而持续下行，6月我国进口原油4645万吨、同降10.7%；规上工业原油加工量5832万吨、同降3.7%，欧美因6月迎接夏季出行旺季而提升炼厂开工率。随着我国超长期特别国债和地方专项债陆续发行，下半年我国基建投资有望提速，后续项目建设的推进情况或将成为国内原油加工量和炼厂开工能否回暖的重要因素。

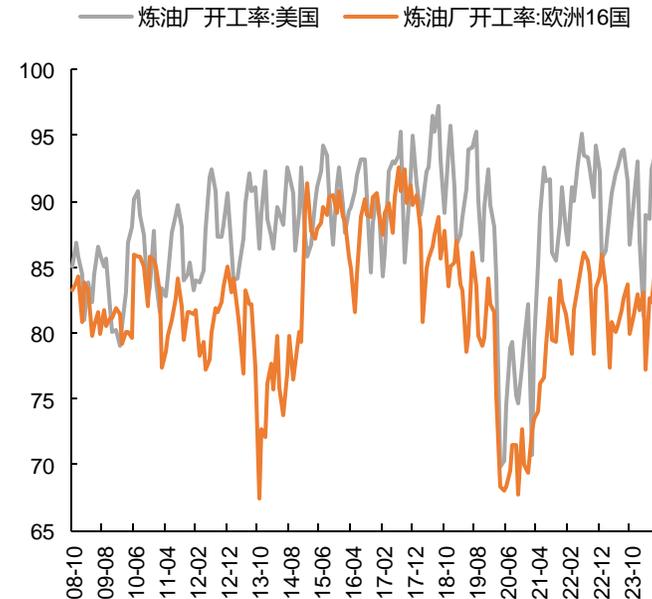
◆ 中国和中东国家炼油产能上行显著 (千桶/天)



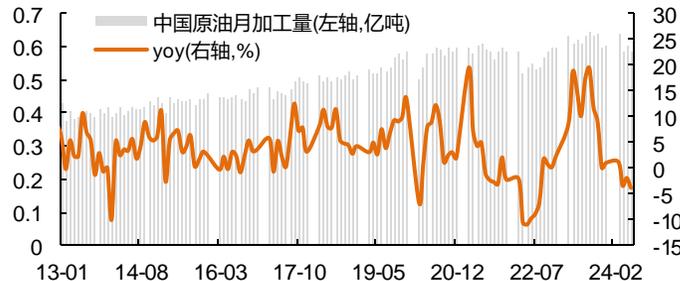
◆ 我国山东炼油厂开工率下行(%)



◆ 欧美炼油厂开工率 (%)



◆ 我国原油月加工量同比下滑



资料来源：ifind, wind, 平安证券研究所



1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

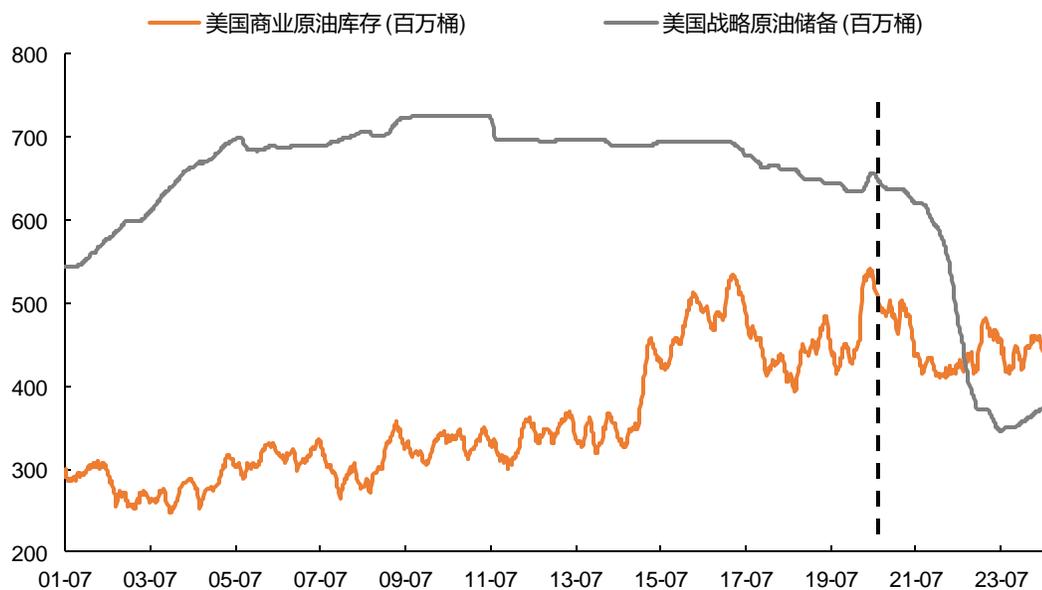
2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

库存端：油价和库存具强负相关性，战略石油储备大量释放将降低油价压制力

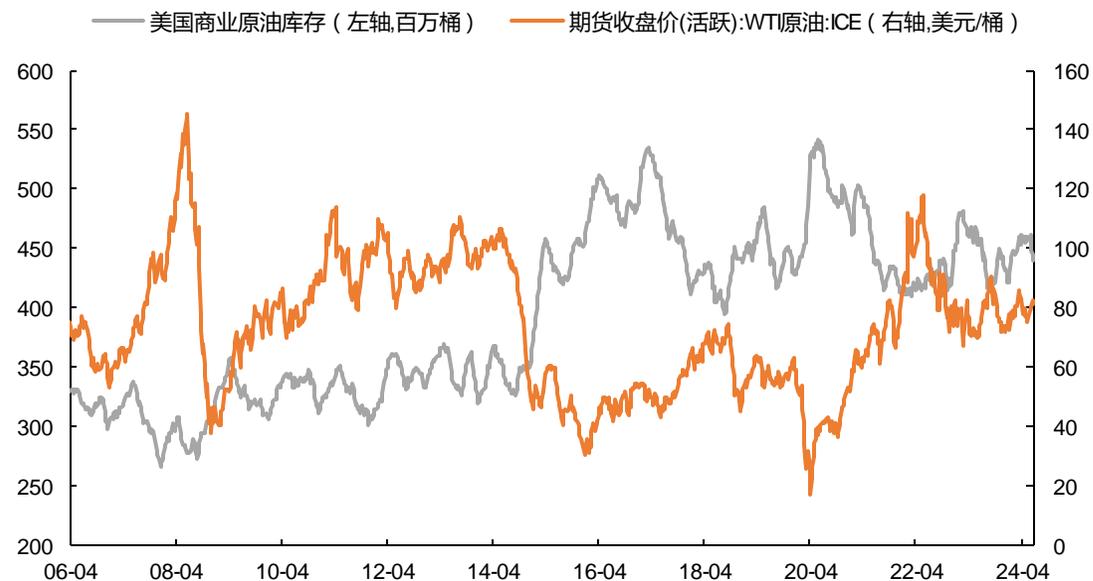
- 供需格局决定长期油价走势，库存相对低位支撑油价中枢。长期来看，商品属性是原油定价的核心逻辑，油价与库存走势负相关性长期较为显著，表现为供大于求时库存水平上升，原油价格走低；供不应求时库存水平下降，原油价格上涨。当战略石油储备加速释放后，库存对油价上涨的缓冲作用减小，油价与实际供应联动性增强。
- 2020年8月以来，美国等OECD国家加速释放战略石油储备，截至目前美国原油总库存已降至2000年左右水平，随着战略石油储备的加速下滑，原油库存中枢下移，中短期美国原油供应弹性较小。三季度海外出行旺季，商业原油库存或将进一步消耗，结合战略储备石油低位对油价向上的压制作用减弱，短期油价中枢支撑尚显强劲。

美国战略石油储备下行至历史低位



资料来源：ifind，平安证券研究所

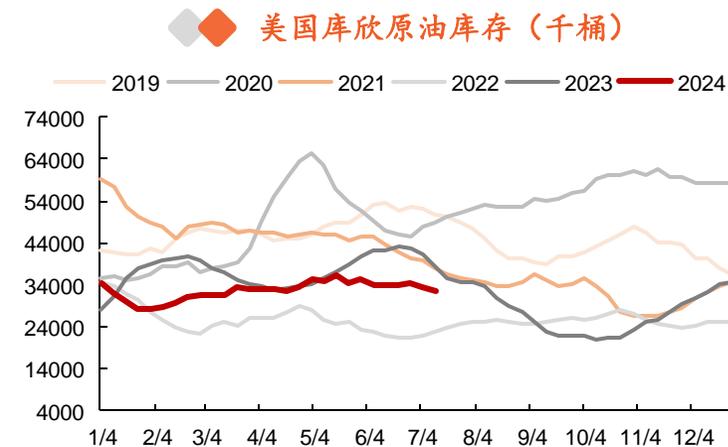
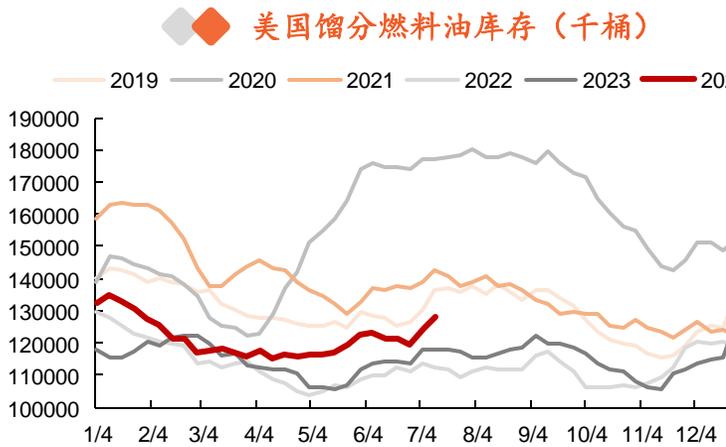
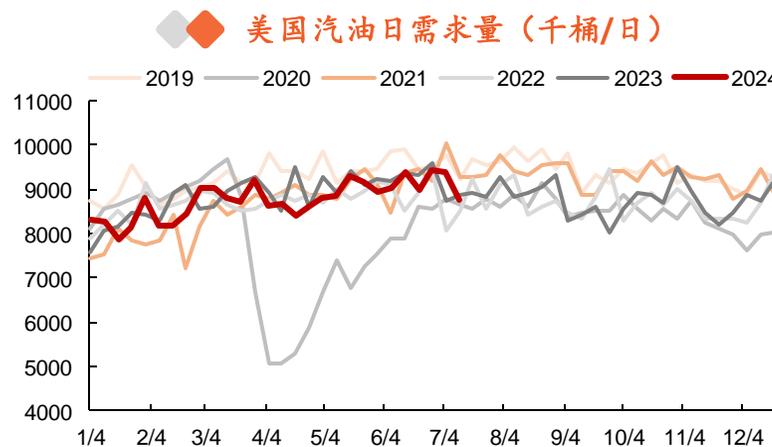
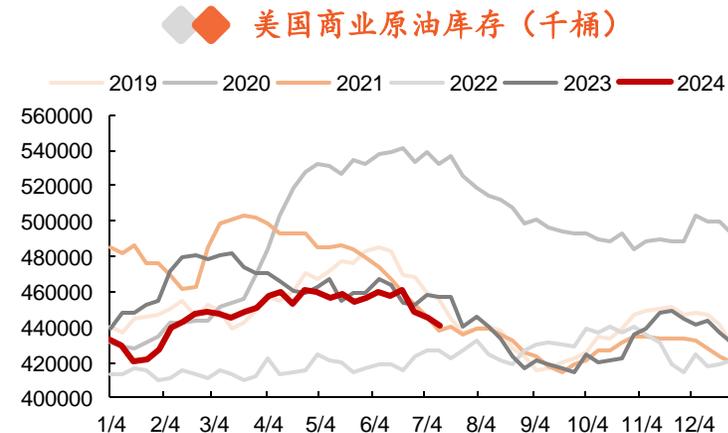
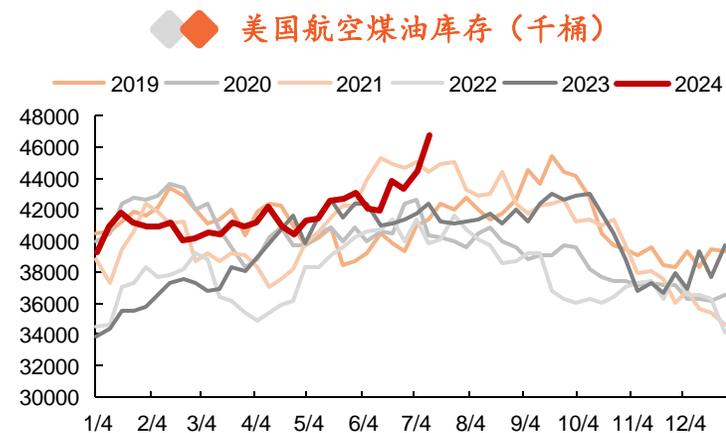
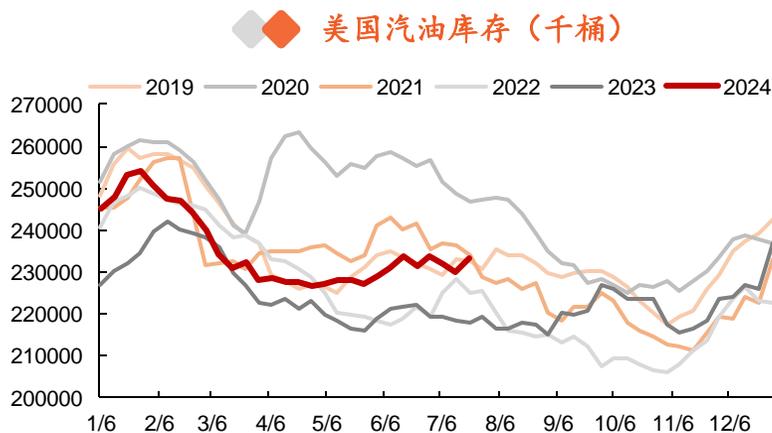
原油库存与价格负相关性显著



资料来源：ifind，平安证券研究所

库存动态：美国商业原油库存走低，成品油受极端天气影响有所累库

■ 从动态表现来看，6月海外夏季出行旺季启动，美国汽油、航空煤油和馏分燃料油需求增加，但7月初受到飓风贝丽尔影响，汽油日消耗量出现下滑，旺季需求不及预期，虽然上游商业原油库存加速去化，但成品油累库明显，需求向下传导不畅，但极端天气影响不能完全反映当前美国成品油实际需求状况，且上游商业原油库存的持续去化为短期油价提供了一定支撑。



资料来源：wind，平安证券研究所



1 定价体系：商品属性为核心，金融和政治属性联动

1.1 商品属性：油价长期走势核心锚定供需基本面

1.2 金融属性：金油比抬升示警经济增长趋缓的渐进

1.3 政治属性：原油是欧佩克国平衡财政的重要工具

2 回吐溢价聚焦基本面：供给两方博弈，需求各方共振

2.1 供给端：OPEC+和美国的博弈，保油价和份额的权衡

2.2 需求端：中印炼化产能爬升，新兴经济体贡献增量

2.3 库存端：美国释放战略储备，原油库存处历史低位

3 投资建议和风险提示

投资建议

■ 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，但在特朗普交易下，能源独立的重要性或将逐步凸显，传统能源的开发支出将再次上行，我们认为油气勘探力度加大、资本支出增加、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，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**。

重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS(元/股)				P/E(倍)			
		2024/07/30	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
海油工程	600583.SH	5.38	0.37	0.45	0.53	0.62	14.5	12.0	10.2	8.7
中海油服	601808.SH	14.73	0.63	0.82	1.02	1.19	23.4	18.0	14.4	12.4
中国石油	601857.SH	8.78	0.88	0.96	1.00	1.04	10.0	9.1	8.8	8.4
中国海油	600938.SH	28.07	2.60	3.08	3.29	3.48	10.8	9.1	8.5	8.1
中国石化	600028.SH	6.47	0.51	0.58	0.62	0.66	12.7	11.2	10.4	9.8

风险提示

- 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) 货币政策的不确定性：美国经济仍具韧性，短期内美联储降息时点和幅度尚存较大不确定性；
- 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。

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±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）

公司声明及风险提示：

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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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他人。

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。客户并不能仅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。