

➤ **供给：拉美是 25 年增产主力，其他主产国产量易不及预期。** 1) **美国**：考虑到美国页岩油的出产特点，由单井产量提升驱动的产量增长会导致单井产量后续快速衰减，因此，维系提产需要提高钻机数量、即提高资本开支。尽管特朗普政府支持传统能源的发展，但我们认为：① 24 年高油价下资本开支增速远不及 22、23 年的特点表现出企业的自主投资意愿有所下滑，且 25 年油价预期并不积极，页岩油企业未必能提高资本开支；② 库存井数量位于低位的背景下，投资到产油所需的环节增多，产量变现的平均周期将延长；③ 美国石油 40~65 美元/桶的完全成本将对油价形成支撑，考虑到美国资源甜点区已在疫情后进行了优先开采，预计能支撑产量增长的 WTI 边际增量成本在 60 美元/桶以上（对应布伦特原油约 65 美元/桶）。2) **拉美**：随着海上油气开发技术的进步，巴西和圭亚那的油气开发不断加速，前者近 10 年原油产量 CAGR 为 5.2%，后者 2024 年前 7 月平均产量相比 2020 年增长 7 倍以上，2025 年两国产量增量有望达到 24~46 万桶/日。3) **非洲**：有提产意愿的国家主要是安哥拉，但其自身资源有限、且财税条款缺乏竞争力。自安哥拉退出 OPEC 后，其 2024 年前 10 月产量相比 2023 年仅提高 2.4 万桶/日。国际石油机构预计安哥拉 2025 年的产量增幅为 2~17 万桶/日，但在资源和政策的影响下，产量易不及预期。4) **OPEC+**：2024 年 8 月提出增产后，将增产时间推迟了 3 次，即从 2024 年 9 月推迟到目前的 2025 年 4 月，且放缓了提产速度，可见 OPEC+ 挺油价意愿强。从油价诉求看，大部分 OPEC+ 国家的财政收支平衡油价在 70 美元/桶以上，而沙特的要求油价为 91 美元/桶。另外，中东近年局势多变，伊朗若受到更严格的美国制裁，潜在的产量下降空间在 70 万桶/日以上，且叙利亚冲突也为中东添了变数。

➤ **需求：美国开启降息周期，中国需求引领增长。** 2024 年，受新能源和天然气的燃料替代、地产等经济活动放缓的影响，中国汽油需求增速下滑、柴油需求增速转负，同时在煤化工的影响下，石脑油需求增速放缓。2025 年，炼化新项目稳步推进，石脑油供需短期仍有增量，预计 2025 年中国的需求增量占全球的份额在 20% 以上。此外，美国于 2024 年 9 月开启降息周期，25 年需求相比 24 年或有改善。

➤ **多重支撑下，油价不宜过度悲观。** 若不考虑 OPEC+ 的提产，原油供需将于 2025 年存在缺口；若 OPEC+ 按计划提产，供给或有过剩。然而，我们认为仍不应应对油价过度悲观，**第一**，OPEC+ 的提产措施会视需求情况来决定按期进行还是延迟；**第二**，美国的增量成本和 OPEC+ 的财政诉求都将对油价形成底部支撑，布伦特油价支撑位为 65 美元/桶；**第三**，美国和非洲的增产易不及预期，且中东局势多变、伊朗的产量具备较高的潜在下降空间。因此，我们认为**当前可确定的是油价底部较为明确，油价中枢则是向下幅度有限、向上存在空间。**

➤ **投资建议：**我们推荐以下两条主线：1) 油价有底，石油企业业绩确定性高，叠加高分红特点，估值有望提升，建议关注产量持续增长且桶油成本最低的中国海油、抗风险能力强且资源量优势最强的中国石油、高分红一体化公司中国石化；2) 国内鼓励油气增储上产，建议关注产量处于成长期的新天然气、中曼石油。

➤ **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，全球经济不及预期。

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
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600938.SH	中国海油	27.36	2.60	3.09	3.29	11	9	8	推荐
601857.SH	中国石油	8.45	0.88	0.94	0.95	10	9	9	推荐
600028.SH	中国石化	6.46	0.50	0.44	0.46	13	15	14	推荐
603393.SH	新天然气	31.51	2.47	3.10	3.74	13	10	8	推荐
603619.SH	中曼石油	21.10	1.75	1.98	2.63	12	11	8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 12 月 12 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

分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan_yj@mszq.com

研究助理 卢佳琪

执业证书：S0100123070003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

相关研究

- 石化周报：OPEC+再次推迟提产时间，兜底油价意愿强-2024/12/07
- 石化周报：地缘冲突缓和+美国增产使得油价回落，有底逻辑未变-2024/12/01
- 石化周报：俄乌冲突升温，油价回涨-2024/11/24
- 石化周报：国际石油机构下调 25 年需求增速，静待 OPEC 明年产量政策-2024/11/16
- 石化周报：大选扰动原油价格，有底逻辑未变-2024/11/09

目录

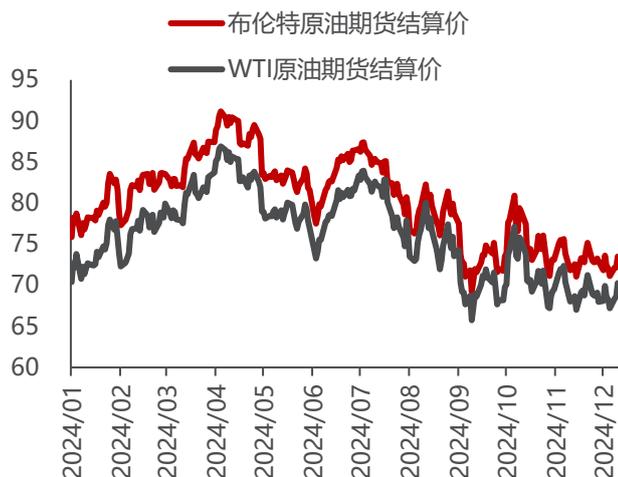
1 油价区间波动，气价季节性变化	3
1.1 市场回顾.....	3
1.2 行情回顾.....	3
2 供给：后起之秀蓄势，主产国增量或不及预期	5
2.1 美国：产量增量有限，盈利导向下成本强支撑.....	5
2.2 拉美是增产主力，非洲提产阻碍较大.....	9
2.3 OPEC+：油价诉求强，伊朗产量具备潜在下降空间.....	13
3 需求：美国开启降息周期，中国需求引领增长	16
4 供需平衡分析：底部支撑力量强，不宜过度悲观	19
5 投资建议	22
6 风险提示	24
插图目录.....	25
表格目录.....	26

1 油价区间波动，气价季节性变化

1.1 市场回顾

油价区间波动，气价季节性变化。回顾 2024 年，原油价格上半年在地缘冲突的影响下呈现波动上涨的趋势，下半年在特朗普上台的预期下波动下行，全年波动范围符合我们预期，截至 2024 年 12 月 11 日，布伦特原油期货结算价波动区间为 69~92 美元/桶、均价 80.2 美元/桶，相比 23 全年均价下滑 2.3%；WTI 原油期货结算价波动区间为 65~87 美元/桶、均价 76.0 美元/桶，相比 23 全年均价下滑 2.0%。天然气价格则符合其需求规律季节性波动，全年价格低点位于 Q1 末和 Q2 初，近期随着气温的降低，价格逐步攀升，截至 2024 年 12 月 11 日，TTF 期货结算价均价为 34.1 欧元/MWh（折合 10.3 美元/百万英热，2.64 元/立方米），相比 23 全年均价下滑 17.6%。

图1：截至 2024 年 12 月 11 日的油价走势（美元/桶）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：截至 2024 年 12 月 11 日的天然气价格走势（欧元/MWh）

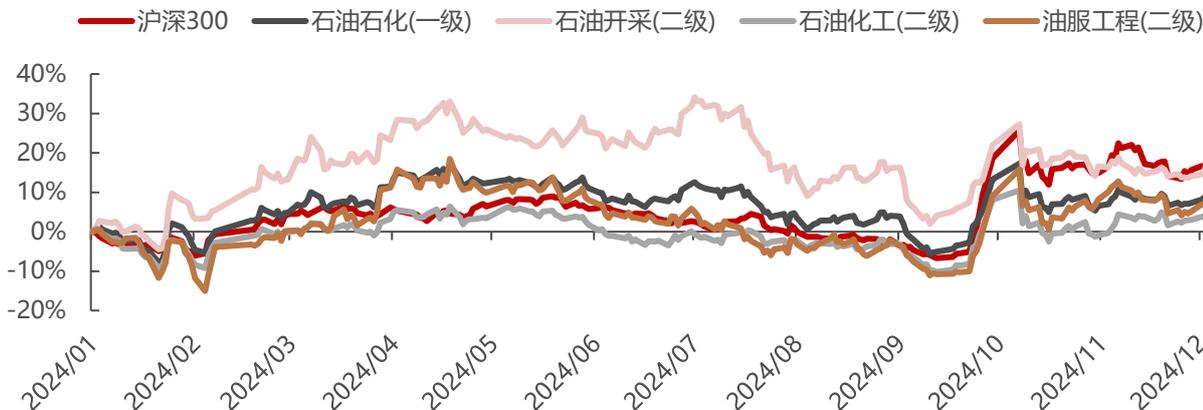


资料来源：iFind，民生证券研究院

1.2 行情回顾

回望 2024 年，石油石化行业整体表现优于大盘，截至 2024 年 12 月 12 日，全年沪深 300 指数上涨 18.96%，同期中信石油石化板块上涨 11.08%，跑输沪深 300 指数 7.89pct。各子板块中，石油开采子板块表现较好，同期涨幅为 18.16%；石油化工子板块上涨 6.36%；油服工程子板块上涨 9.43%。

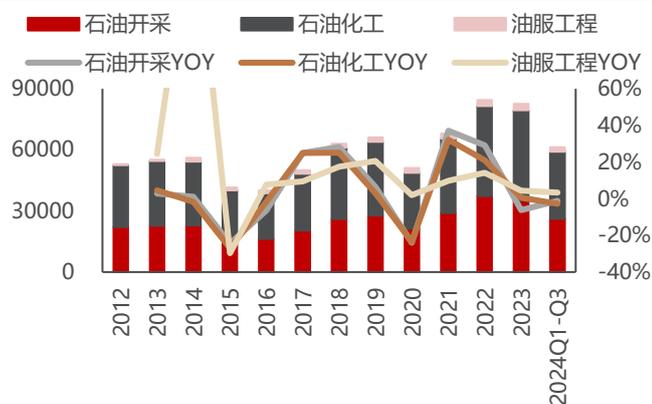
图3: 截至 2024 年 12 月 12 日, 石油石化中信指数跑输大盘



资料来源: wind, 民生证券研究院

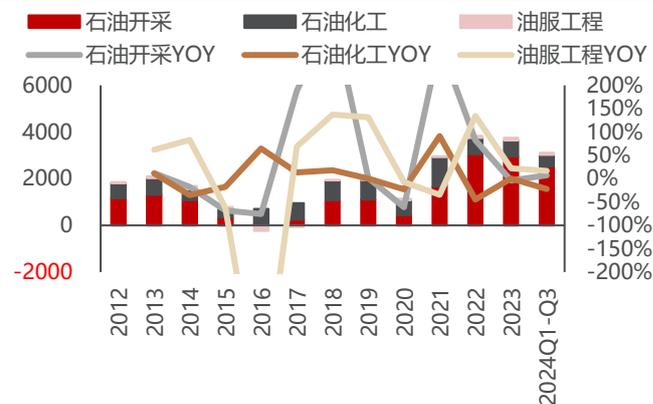
由于油价下滑, 整个板块的收入出现下降, 2024Q1~Q3, 石油石化板块的营业收入同比下降 1.8%, 其中, 石油开采、石油化工子板块的收入下滑 1.1%、2.7%, 油服工程子板块的收入增长 3.4%。利润方面, 2024Q1~Q3, 石油石化板块的归母净利润同比增长 1.4%, 其中, 石油开采、油服工程子板块的归母净利润同比增长 7.1%、16.6%, 归母净利率同比提升 0.7、0.5pct, 石油化工子板块归母净利润同比下滑 22.3%, 归母净利率同比下降 0.4pct。

图4: 2024Q1~Q3 各子板块的收入和增速 (亿元)



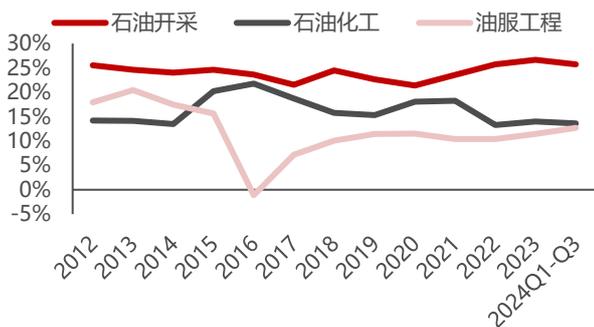
资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 2024Q1~Q3 各子板块归母净利润和增速 (亿元)



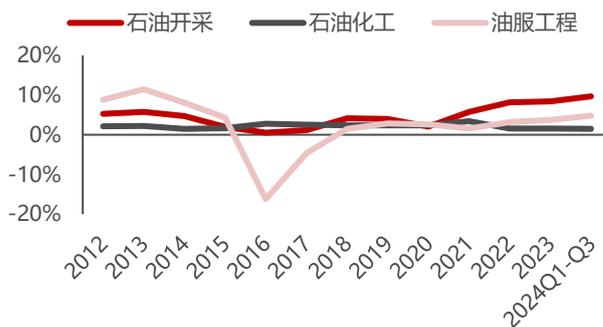
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 2024Q1~Q3 各子板块的毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2024Q1~Q3 各子板块的归母净利率



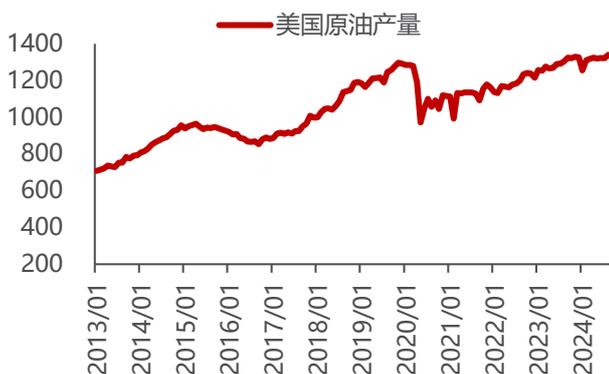
资料来源: wind, 民生证券研究院

2 供给：后起之秀蓄势，主产国增量或不及预期

2.1 美国：产量增量有限，盈利导向下成本强支撑

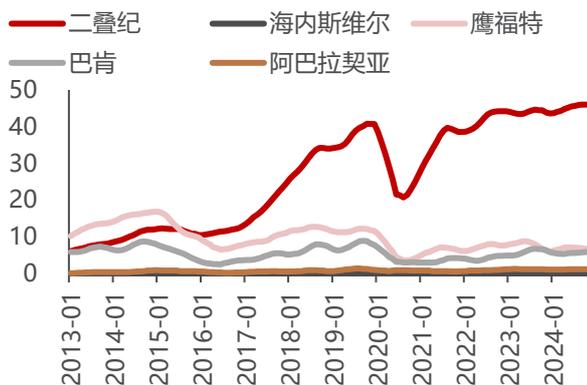
美国新井单井产量提升驱动美国原油产量增长。2024 年以来，美国原油产量进一步提升，2024 年 8 月产量为 1340.1 万桶/日，相比 2023 年 12 月提高了 13.7 万桶/日，产量提升主要是由二叠纪盆地驱动，通过增加水平段长度、优化井距和“超级压裂”等措施，二叠纪盆地的新完井在截至 2024 年 10 月的一年内贡献新增产量 46 万桶/日，然而由于页岩油井的开采生命周期短，在活跃钻机数量稳中有降的背景下，产量提升的代价是单井的快速衰减，截至 2024 年 10 月，二叠纪盆地的现有井口一年内的原油衰减量同步提升至 41.3 万桶/日。

图8：美国原油产量稳步提升（万桶/日）



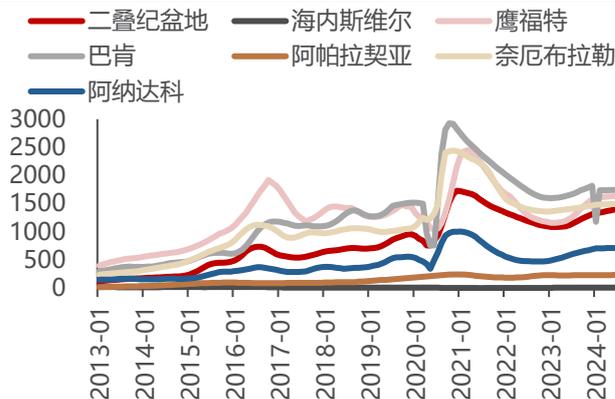
资料来源：EIA，民生证券研究院

图10：2024 年二叠纪盆地新完井原油产量（一年趋势）逐步提升（万桶/日）



资料来源：EIA，民生证券研究院

图9：二叠纪盆地新井单井产量自 23H2 以来逐步提升（桶/日）



资料来源：EIA，民生证券研究院

图11：2024 年二叠纪盆地现有井原油衰减量（一年趋势）迅速增长（万桶/日）

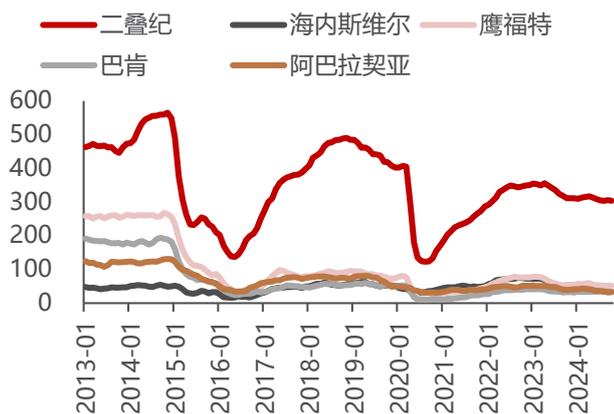


资料来源：EIA，民生证券研究院

产量提升本质需要提高钻机数量，单井产量提升驱动的增长无法长期维系。通过对比美国 5 大主要产油区的样本井产量净增量（即新完井一年内原油产量增量减去现有井一年内产量衰减量）、美国原油产量同比变化、活跃钻机数量 3 个指标，我们发现：美国原油产量的提升本质上源于钻机数量的提升，新井单井产量提升带

来的增长难以维系，因为页岩油井衰减速率快，无新增钻机的话，产量净增量将快速下滑。2022年下半年以来，样本井产量净增量已表现出下降的趋势，考虑到时滞性，美国的原油产量增量在今年表现出下滑，若活跃钻机数量仍未能呈现上升趋势，美国的原油产量同比增量或将从明年某一时刻起变为0、甚至负数。

图12：2024年美国各产油区活跃钻机数量基本平稳（座）



资料来源：EIA，民生证券研究院

图13：美国五大产油区的样本井产量净增量和美国原油产量变化同步（万桶/日）



资料来源：EIA，民生证券研究院

提高钻机数量需要提高资本开支，而提高资本开支需要 2 个条件：①政策支持；②有盈利性。

1) 政策：特朗普政府支持传统能源的发展。特朗普曾提出《美国能源优先计划》，旨在通过开发利用美国丰富的化石能源资源，推动经济增长、增加就业、实现能源独立。在其上一任期内，特朗普减少油气开采生产和环保等方面的限制、简化相关的审批流程、并宣布退出《巴黎协定》，减少了传统能源发展的政策阻力，2017~2018年特朗普任职期间，WTI原油均价为51、65美元/桶，低于拜登任职的2021~2022年的原油均价68、94美元/桶，然而，美国勘探许可证批准数量在2017~2018年逐步上升，且增速分别为13.8%、36.3%。2021年年初拜登曾颁布一项60天的石油和天然气租赁禁令来暂停出售联邦土地上的石油和天然气租赁权，导致美国石油企业加快申请审批量以备长期发展，2021年初申请和审批的勘探许可证数量高企、全年批准数量同比增速16.3%；而2022年在如此高的油价水平下，批准数量反而下滑、同比降速42.0%。从批准时间来看，根据联邦数据，在拜登政府的前三年，完成勘探许可证的平均时间平均为258天，比特朗普总统任期内的172天长。同样，在2024年美国总统竞选结束后，特朗普的过渡团队目前正在制定一揽子能源计划，其对传统能源的态度依然积极鼓励。

表1：特朗普政府的能源相关政策

特朗普 1.0 能源相关政策	特朗普 2.0 能源相关政策 (计划中)
取消近海钻探的限制，扩大美国在北冰洋和大西洋的油气开采规模	寻求加快联邦土地上的钻探许可，并迅速重启美国海岸外的五年钻探计划
简化工程建设项目环境许可证审批程序，提高许可证核发效率	取消拜登在选举年对液化天然气 (LNG) 新出口许可证的暂停，并迅速批准待定的许可证
推进 Keystone XL 和达科他 (Dakota Access) 输油管通道建设	寻求批准基斯通输油管项目，旨在穿越加拿大和美国部分地区，将加拿大阿尔伯塔省油砂中提取的石油输送到美国的石油终端
废弃《清洁电力计划》，要求联邦环保署重新审查和评估该计划	计划废除拜登政府一些关键气候立法和法规，如电动汽车的税收抵免和旨在逐步淘汰煤炭和天然气的新清洁发电厂标准
宣布美国退出促进国际社会应对气候变化的《巴黎协定》	呼吁国会提供新的资金，以便补充国家的战略石油储备
—	新一届特朗普政府将从明年 1 月着手解决俄乌冲突

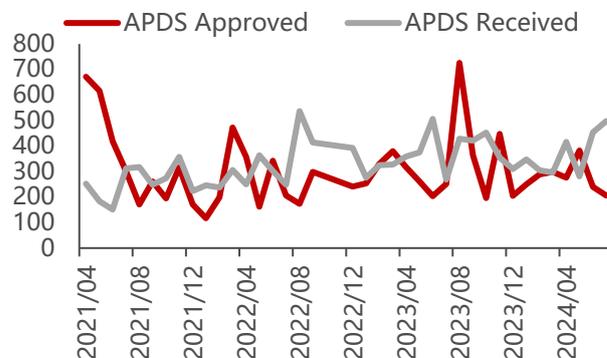
资料来源：央视财经，券商中国，界面新闻，民生证券研究院

图14：2022~2023年钻探许可证批准量处于低位(个)



资料来源：美国土地管理局，民生证券研究院

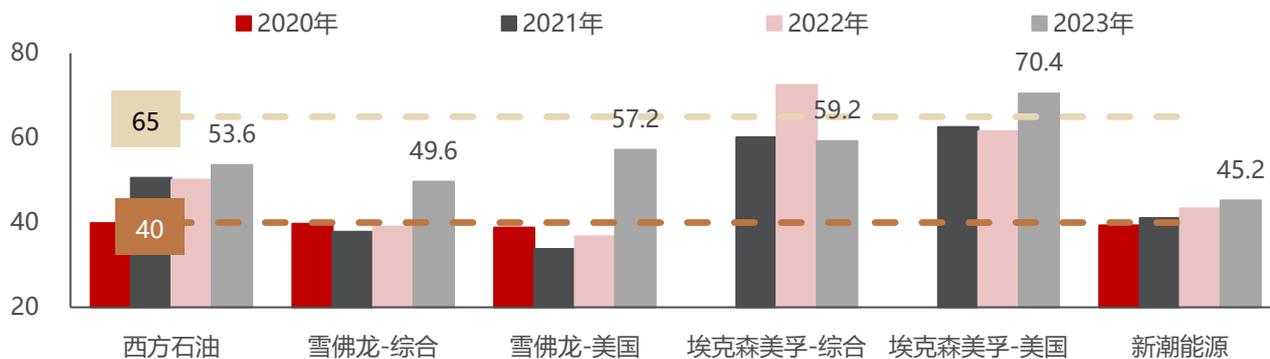
图15：21H2以来钻探许可证申请量高于批准量(个)



资料来源：美国土地管理局，民生证券研究院

2) 盈利性：美国石油企业的桶油完全成本在 40~65 美元/桶。据测算，2023 年，西方石油、雪佛龙美国地区、埃克森美孚美国地区、新潮能源的桶油完全成本分别为 54、57、70、45 美元/桶 (不包含所得税)，由于雪佛龙、埃克森美孚的报表披露口径包含了资产处置损益，因此 2023 年美国地区桶油成本上升异常，若不考虑该因素影响，我们预估美国的页岩油桶油完全成本在 40~65 美元/桶。考虑到企业自身的盈利性发展，我们认为，**即使特朗普支持国内的原油生产，美国页岩油企业也会自觉维持资本纪律，保持 60 美元/桶的 WTI 底部支撑油价。**

图16：美国石油公司的桶油完全成本 (美元/桶)



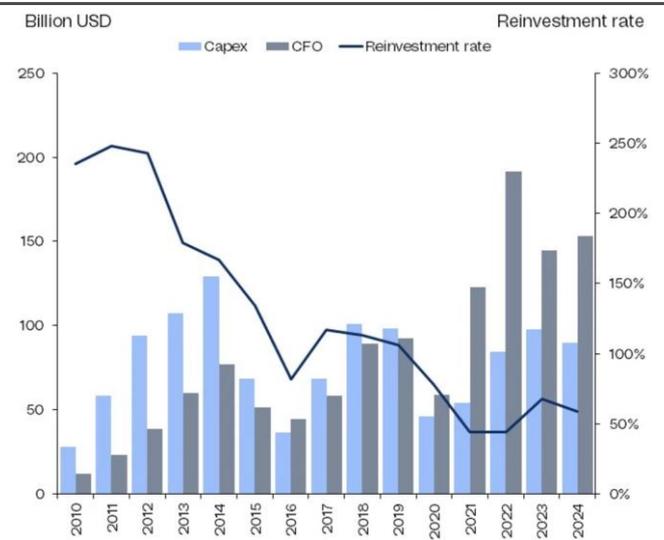
注：因报表披露口径不同，桶油完全成本口径略有差异。西方石油、新潮能源不包含资产处置损益、财务费用；雪佛龙包含资产处置损益、不包含财务费用；埃克森美孚包含资产处置损益，从而 2020 年数据超 100 美元/桶，上图未进行标注

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

在上述 2 条件的支撑下，我们认为资本开支带来的产量增量依然有限。2024 年相比 2023 年油价基本持平，而 Rystad Energy 预测的美国页岩油企业 2024 年的资本开支同比有所下降，从我们统计的 30 家美国页岩油企业情况来看，2024 年前三季度资本性开支同比增长 12.9%，增速远小于 22/23 年的 66.9%/23.2%。从特朗普上一任期的情况来看，2017~2019 年 WTI 原油均价分别为 50.9、64.9、57.0 美元/桶，全球 GDP 增速为 3.5%、3.3%、2.6%，因此考虑到需求未出现大幅增长的背景下，我们认为，2018 年页岩油企业资本开支能进一步大幅增长的主要原因是来源于油价的驱动；而 2019 年随着油价下滑，资本开支同步下滑。因此，2025 年来看：**第一**，24 年高油价下资本开支增速远不及 22、23 年的特点表现出企业的自主投资意愿有所下滑，且参考特朗普上一任期的资本开支情况，在 25 年油价预期并不积极的背景下，页岩油企业未必能提高资本开支；**第二**，2025 年特朗普的激励政策将首先反映在上游的资本开支上，而在库存井数量位于低位的背景下，投资到产油所需的环节将增多，产量变现的平均周期将延长；**第三**，考虑到盈利性和特朗普第一任期的情况，我们预计，即使美国产量确有增长导致油价下滑，当 WTI 达到 60 美元/桶时，产量的增长也将会停滞，甚至导致下滑。

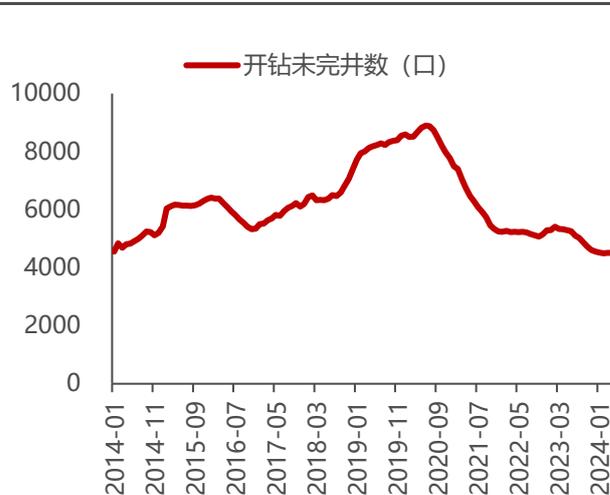
我们预计，美国 2025 年的产量增量约 25~50 万桶/日。2020 年后，美国优先开采“甜点区”，产量高速增长已经在 2022~2023 年变现，两年产量增速为 64、104 万桶/日；在二叠纪盆地单井产量继续提升的背景下，2024 年前 8 个月美国原油产量相比 2023 全年仅增长 22 万桶/日，且当前二叠纪盆地的单井提产幅度已大幅放缓。在特朗普上一任期内的 2018~2019 年，原油产量年增量为 158、135 万桶/日，考虑到这有钻井数量攀升带来的影响，而 2024 年钻井数量稳定，因此预计乐观情况下，美国产量增长 50 万桶/日。考虑悲观假设下，美国明年原油产量维持当前水平，则产量增量相比 2024 年均值约增长 25 万桶/日。

图17: Rystad Energy 预计美国页岩油企业的资本开支将在 2024 年下降



资料来源: Rystad Energy, 民生证券研究院

图18: 美国库存井数量位于低位



资料来源: EIA, 民生证券研究院

2.2 拉美是增产主力，非洲提产阻碍较大

巴西近 10 年原油产量 CAGR 为 5.20%，Petrobras 计划将 2029 年油气日产量提高 42 万桶油当量，中国海油计划将其巴西区块 2029 年高峰日产量提高 125 万桶油当量。巴西原油产量增速较高，据 BP 数据，其产量从 2013 年的 211.0 万桶/日增至 2023 年的 350.2 万桶/日，十年 CAGR 为 5.2%。2024 年 11 月，巴西国家石油公司批准了一项未来 5 年的投资计划，预计在 2025~2029 年期间为油气生产勘探等项目进行 1110 亿美元的投资，其中，980 和 130 亿美元分别用于投资正在实施中的油气开采勘探项目和正处于评估中的油气开采工程项目，据公司计划，其 2029 年油气日产量将提高到 320 万桶油当量，相比 2023 年的 278 万桶油当量增长 42 万桶油当量，增幅 15%。此外，中国海油在巴西的 Buzios、Mero 项目均处于快速上产期，截至 2023 年末两项目的高峰日产量分别为 67、18 万桶油当量，据公司计划，Buzios 高峰日产量将于 2029 年达到 150 万桶油当量、Mero 高峰日产量将于 2028 年达到 60 万桶油当量，即未来 5 年高峰日产量提高 125 万桶油当量。

图19：巴西原油产量逐年提升



资料来源：巴西国家石油、天然气和生物燃料局，民生证券研究院

图20：中国海油的巴西开发项目

项目名称	建设进度和最新一期情况	高峰产量	后续规划
Buzios油田	已投产5期项目，其中：Buzios 5项目于2023年6月投产、高峰日产量20万桶油当量、水深约2000米	Buzios1-4期高峰日产量67.4万桶	到2027年预计将有11期项目运行，2029年高峰日产量预计达150万桶油当量
Mero油田	已投产2期项目，其中：Mero 2项目项目于2024年1月投产，高峰日产量18万桶油当量，水深约2000-2200米；Mero 3项目于2024年10月未投产，高峰日产量18万桶油当量	Mero 1项目高峰日产量18万桶油当量	到2025年预计将有4期项目运行，2028年高峰日产量预计达约60万桶油当量
桑托斯盆地S-M-1813区块	2024年10月中标，和Libra、Buzios位于同一盆地	—	—
佩罗塔斯盆地P-M-1737/39/97区块	2024年10月中标	—	—

资料来源：中国海油官网，民生证券研究院

EIA、IEA、OPEC 预计 2025 年巴西原油产量将提高 14、29、18 万桶/日。

据 wind 数据，2024 年 8 月，巴西原油产量为 334.0 万桶/日，同口径下相比上年同期下滑 12.2 万桶/日，且今年产量最低时达到 319.4 万桶/日，主要是因为其海上平台在进行维修和更换磨损设备。目前，超过三分之一的供应暂停已经恢复；此外，10 月中旬，巴西国家石油公司位于 Campos 盆地 Jubarte 油田的 Maria Quiteria FPSO 投产；随着巴西维护工作的结束和新设施的启动，巴西的产量预计将从 24Q4 开始回升，并在 2025 年进一步增加。据 EIA 11 月月报，巴西 2024、2025 年石油液体产量预计为 435、449 万桶/日，增幅 7、14 万桶/日；IEA 8 月月报预计巴西 2024、2025 年石油液体产量为 357、386 万桶/日、增幅 8、29 万桶/日；OPEC 统计数据显示，巴西 2024 年 9 月石油液体的产量为 429 万桶/日、其中原油产量 347 万桶/日，全年来看，OPEC 11 月月报预计巴西 2024、2025 年石油液体产量为 420、438 万桶/日、增幅 3、18 万桶/日。

表2：国际石油机构对巴西石油液体产量的预测（万桶/日）

	2024年	增幅	2025年	增幅
EIA 11月月报	435	+7	449	+14
IEA 8月月报	357	+8	386	+29
OPEC 11月月报	420	+3	438	+18
均值	—	+6	—	+20

注：OPEC和EIA的分国别供应口径包含了生物燃料和炼厂加工收益，IEA的未包含，因此IEA的统计数据和其他两机构的数据差异较大。OPEC数据显示巴西2024年10月的生物燃料产量为70万桶/日

资料来源：EIA，IEA，OPEC，民生证券研究院

圭亚那2024年前7月平均产量60.1万桶/日，相比2020年增长7倍以上，且中国海油计划未来3年其圭亚那区块高峰产量将增长65万桶/日。圭亚那的原油勘探起源于1999年，埃克森美孚从圭亚那政府手中获得Stabroek区块100%的权益，然而，由于圭亚那与苏里南、委内瑞拉的领海争端，相关海域的勘探活动多年停滞；直至2015年，埃克森美孚、赫斯、中国海油组成的勘探联合体钻探圭亚那首口井Liza 1，获得重大勘探突破，并且该区块于近几年产量得到快速释放。据EIA数据，2020年圭亚那的原油产量为7.5万桶/日，2023年则达到39.1万桶/日，3年CAGR为73.76%；截至2024年7月末，2024年圭亚那的平均产量已经达到60.1万桶/日。据中国海油官网披露，Stabroek区块于2023、2024年连续两年获得亿吨级新发现，开采潜力较大，且区块项目成本优势明显，Liza 1的盈亏平衡油价仅在35美元/桶左右、低于全球海上上游典型项目平均单位盈亏成本为45.85美元/桶。目前该区块已投产3期项目，产量超55万桶/日，预计到2027年Stabroek区块高峰产量将超过120万桶/日。

图21：圭亚那原油产量快速提升


资料来源：EIA，民生证券研究院

图22：中国海油的圭亚那开发项目

项目名称	投产状态	高峰产量(万桶/日)	备注
Liza油田一期	2019年投产	12	比计划提前投产，开发投资低于预算；发现至投产时间不到5年，为同规模项目行业平均时间的一半；预计盈亏平衡油价约为布伦特35美元/桶
Liza油田二期	2022年2月投产	23	比计划提前投产
Payara项目	2023年11月投产	22	水深1600-2000米
后续规划	目前Stabroek区块的3期项目日产量超55万桶油当量，2024年第7期项目启动，有望2029年投产。到2027年预计将有6期项目运行，高峰日产量有望超过120万桶油当量。截至2022年累积获得新发现数量超30个，2023年超深水深层勘探获Lancetfish亿吨级发现，2024年再获1个亿吨级新发现Bluefin		

资料来源：中国海油官网，民生证券研究院

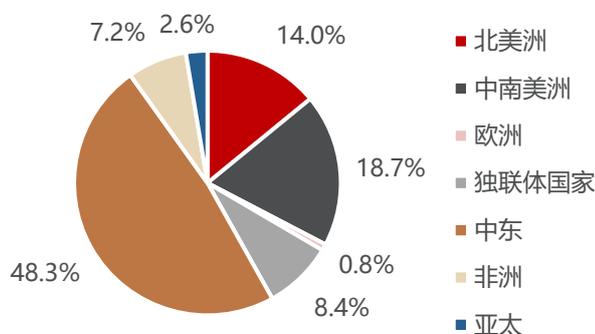
EIA、IEA 预计2025年圭亚那原油产量将提高17、10万桶/日。24H1，圭亚那的原油产量持续高于60万桶/日，24Q3在GTE项目影响下，埃克森美孚于7月和8月暂停了FPSO Liza Unity和Liza Destiny的生产，并安装了天然气管道将其连接到FPSO，用以运输生产的天然气、实现该国发电，24Q4原油产量将逐步恢复。据EIA 11月月报预测，圭亚那2024、2025年石油液体产量为60、77万桶/日、增幅21、17万桶/日；IEA 8月月报预计，圭亚那2024、2025年石油液体产量为61、71万桶/日、增幅22、10万桶/日。

表3：国际石油机构对圭亚那石油液体产量的预测（万桶/日）

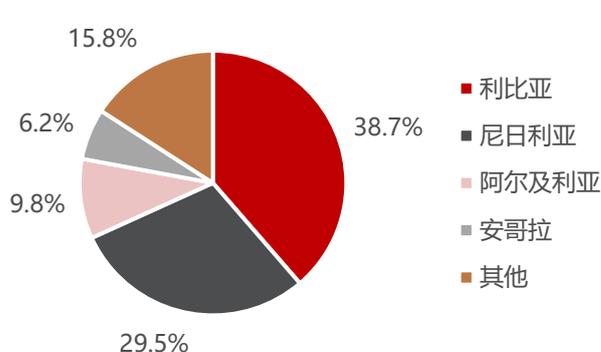
	2024年	增幅	2025年	增幅
EIA 11月月报	60	+21	77	+17
IEA 8月月报	61	+22	71	+10
均值	—	+22	—	+14

资料来源：EIA，IEA，民生证券研究院

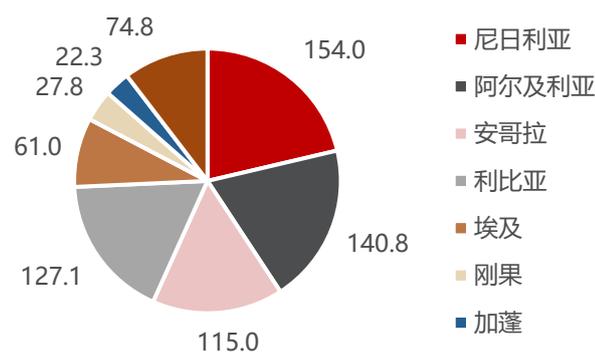
非洲石油主产国在非洲的产量集中度为 74%。从资源情况来看，非洲的石油探明储量有 1251 亿桶，占全球资源的比例仅为 7.2%，石油资源最丰富的地区为中东和美洲，占比为 48.3%和 32.7%。其中，非洲的石油资源富集地区也是其主产国，主要有利比亚、尼日利亚、阿尔及利亚和安哥拉，2023 年实现产量分别为 127、154、141、115 万桶/日，4 个国家占非洲地区的产量比重为 74.3%。

图23：非洲储量占全球资源的 7.2%


资料来源：BP，民生证券研究院

图24：非洲 4 个石油主产国的储量集中度为 84%


资料来源：BP，民生证券研究院

图25：非洲 4 个石油主产国的产量集中度为 74%


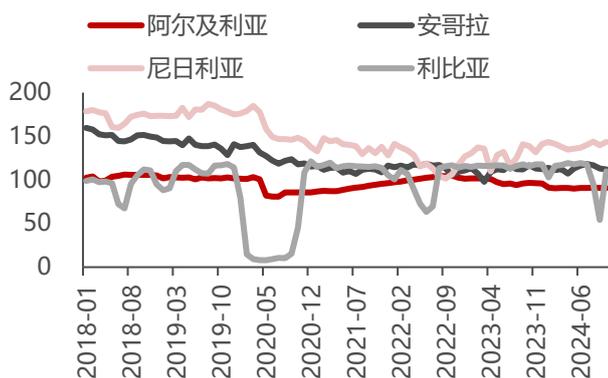
资料来源：BP，民生证券研究院

图26：位于非洲的 DOC 国家产量相比目标产量的差值为 0 或负数（万桶/日）


资料来源：OPEC，民生证券研究院

资源和政策条件制约，非洲难以大幅提产。在安哥拉脱离 OPEC 并宣称要增产后，非洲的产量增长也成为市场的另一担忧。然而，4 个非洲主产国中，尼日利亚和阿尔及利亚均为 DOC 国家，且阿尔及利亚的产量完成度表现较好、尼日利亚则是长期达不到 OPEC 制定的目标产量值，在 2023 年末 OPEC 根据尼日利亚实际产能重新制定产量目标后，尼日利亚产量未完成的情况才有所缓解。对比 2020 年前后的产量情况来看，尼日利亚的产量呈现下降趋势，阿尔及利亚基本平稳，利比亚产量虽然整体平稳、但由于其国家内乱问题产量时有大幅波动。因此，非洲有

提产意愿的国家主要是安哥拉，然而，一方面，安哥拉受制于自身资源有限的限制，产量整体呈现下降趋势，且在各非洲主产国中，安哥拉的储产比最低、截至 2020 年末为 16，利比亚、尼日利亚、阿尔及利亚分别为 339、52、25；另一方面，安哥拉 2023 年 12 月宣布将于 2024 年退出 OPEC，并计划扩大产能，但 2024 年初直至 10 月，其平均产量为 113.4 万桶/日，同比仅提高 2.4 万桶/日，提产效果不明显。从钻机数量来看，尽管 2024 年非洲的钻机数量相比 2023 年略有提升，但进度依然较为缓慢，主要是：①2023 年安哥拉深水和超深水的产量在安哥拉总产量中占比约为 80%，而 2020 年及之前行业相对低迷的时期，海上供应链产能缩减了 40%~50%，制约了新项目的开发，同时老油田产量递减严重；②安哥拉潜在资源中深水和超深水占主体，开发难度较大；③部分潜在资源分布在几个万亿立方英尺的凝析气田中，基础设施缺乏和天然气承购方未能落实，制约了天然气的商业开发，也制约了相关区域的原油开发进度；④财税条款缺乏竞争力，相比尼日利亚等产油国，在同等条件下的对外合作中，安哥拉政府和国家石油公司合计收益份额比例高达 85%，而尼日利亚为 60%左右。

图27：非洲主产国中安哥拉产量呈下降趋势（万桶/日）


资料来源：OPEC，民生证券研究院

图28：2024 年非洲钻机数量同比略有提升（部）


资料来源：贝克休斯，民生证券研究院

EIA、IEA、OPEC 预计 2025 年非 OPEC 的非洲国家原油产量将提高 17、13、2 万桶/日。 EIA 11 月月报预计非 OPEC 的非洲国家，即除了阿尔及利亚、尼日利亚、利比亚的非洲国家，2024、2025 年石油液体产量为 260、277 万桶/日、增幅 2、17 万桶/日；IEA 8 月月报预计非 OPEC 的非洲国家 2024、2025 年石油液体产量为 252、265 万桶/日、与上年持平和增 13 万桶/日；OPEC 11 月月报预计非 OPEC 的非洲国家 2024、2025 年石油液体产量为 230、232 万桶/日、增幅 8、2 万桶/日。

表4：国际石油机构对非 OPEC 的非洲国家的石油液体产量的预测（万桶/日）

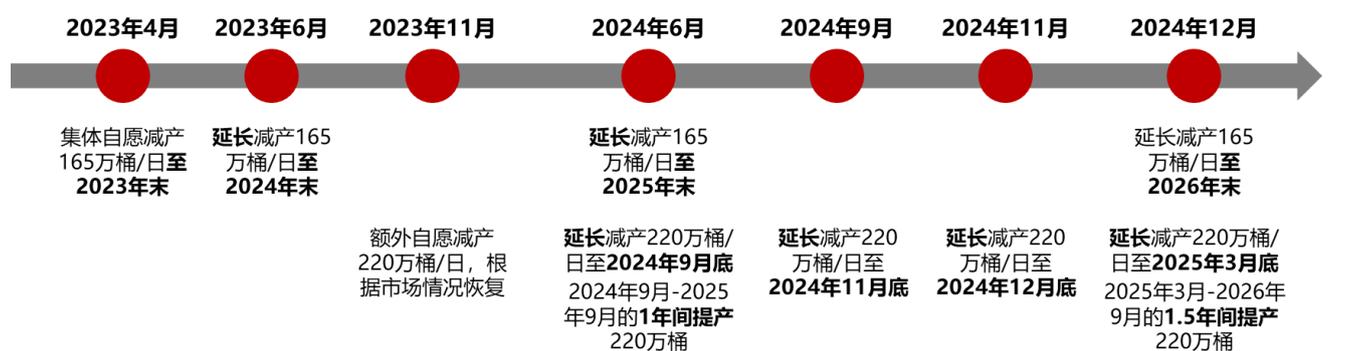
	2024 年	增幅	2025 年	增幅
EIA 11 月月报	260	+2	277	+17
IEA 8 月月报	252	0	265	+13
OPEC 11 月月报	230	+8	232	+2
均值	—	+3	—	+11

资料来源：EIA，IEA，OPEC，民生证券研究院

2.3 OPEC+：油价诉求强，伊朗产量具备潜在下降空间

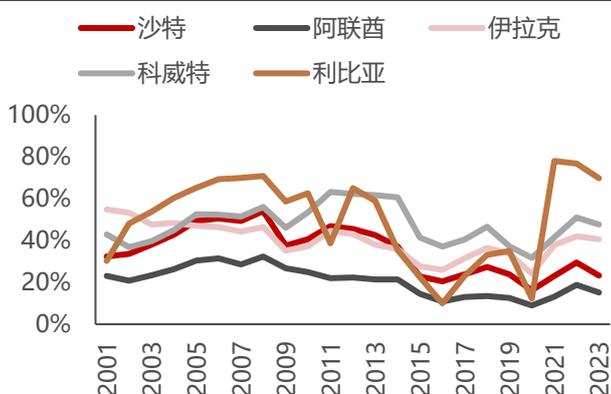
OPEC+多次延长减产，挺油价意愿较强。2023年4月，第48届JMMC会议宣布，OPEC+集体性自愿减产165万桶/日直至2023年末，该举措在2023年6月被延长至2024年末；2023年11月OPEC+再次宣布额外自愿减产220万桶/日。两次减产措施和力度均超市场预期，油价在该决策下应声上涨。2024年6月，OPEC+宣布将集体性自愿减产165万桶/日延长至2025年末，将自愿减产220万桶/日延长至2024年9月底、而后逐步提产直至2025年9月末；在2024年全球需求依然疲软的状态下，9月初OPEC+减产措施再次被延长至11月底，11月初延长至12月底；而12月初，OPEC+决定将165万桶/日的自愿减产延长至2026年末，并将220万桶/日的自愿减产延长至2025年3月末、并从4月开始逐步提产直至2026年9月末。尽管OPEC+于2024年8月考虑提产，但在需求未出现明显好转的背景下，OPEC+实际上在不断延长减产行动，且最新会议上提产220万桶所用周期1.5年也长于上一次提到的1年周期，提产速度有所放缓，表明OPEC+挺油价的意愿较强。

图29：OPEC+多次延长减产时间

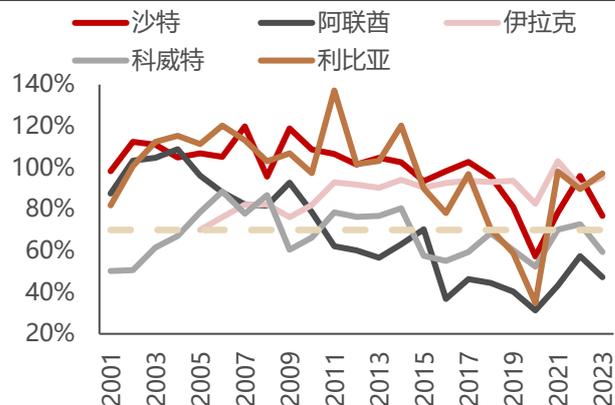


资料来源：OPEC，民生证券研究院

2025年OPEC+财政收支平衡下的要求油价除了阿联酋和阿曼以外均在70美元/桶以上，其中沙特的要求油价为91美元/桶。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，2023年沙特、阿联酋的石油出口占GDP的23%、15%；伊拉克和科威特的占比在40%以上；利比亚等非洲国家则占到70%左右。若对比财政收入，除了阿联酋以外，其他中东国家的石油出口占财政收入的比重大多在70%以上，因此OPEC国家的财政对石油出口的依赖度较高。据IMF预测，2025年，除了阿联酋和阿曼以外，其他OPEC国家的油价诉求均在70美元/桶以上，其中，沙特的要求的平衡油价是90.9美元/桶。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，这导致中期内其经济转型的高成本使得沙特的油价诉求更加强烈。

图30：中东国家的石油出口收入占 GDP 的 15%~40%


资料来源：wind，民生证券研究院

图31：中东国家的石油出口收入大多占财政收入的 70%以上


资料来源：wind，民生证券研究院

表5：中东国家财政收支平衡下的要求油价（美元/桶）

OPEC 国家	2021	2022	2023	2024E	2025E
阿尔及利亚	111.4	112.5	101.7	131.9	119
阿塞拜疆	57.5	67.3	55.2	79.6	73.2
巴林	131.6	131.8	152.9	135.7	124.9
伊朗	118.8	126.3	106.9	121.8	124.1
伊拉克	54.2	68.5	80.4	94.6	92.4
哈萨克斯坦	183.5	95.3	109.3	127.7	115.9
科威特	87	81.6	79.6	88.9	81.8
利比亚	52.2	64.4	66.4	81.4	70.1
阿曼	76.7	55.4	54	55.4	57.3
沙特阿拉伯	83.6	88	94.9	98.4	90.9
阿联酋	53	46.6	52.8	53.9	50

资料来源：IMF，民生证券研究院

伊朗产量难增长，产量趋势需等待美国政府政策落地。2018年5月，在特朗普普第一任期内，美国单方面退出伊核协议，并在同年8月7日全面重启对伊制裁，而后伊朗的原油产量直线下降，一年时间内减少142万桶/日至2019年8月的219万桶/日；2022年俄乌冲突后，全球石油供应陷入紧张局面，在此背景下，伊朗不断提高自身原油产量，并积极拓展国际合作；2023年4月，伊朗与沙特宣布恢复外交关系；2024年5月伊朗批准将伊朗国家石油公司的石油产量提高到400万桶/日，11月伊朗再度批准将石油产量提高25万桶/日，同时伊朗经济委员会批准使用国家发展基金资源为紧急的石油增产计划提供资金。2024年10月，伊朗的原油产量已达到326万桶/日，相比俄乌冲突之前（即2022年1月）提高了76万桶/日，相比2020年的低点产量则提高了133万桶/日。2024年的美国总统竞选结束后，特朗普或将再度增加对伊朗的制裁，因此，**我们预计2025年伊朗的产量难以进一步增长，且潜在的产量下降空间在70万桶/日以上。**

图32：伊朗原油产量在俄乌冲突后逐步提升（万桶/日）



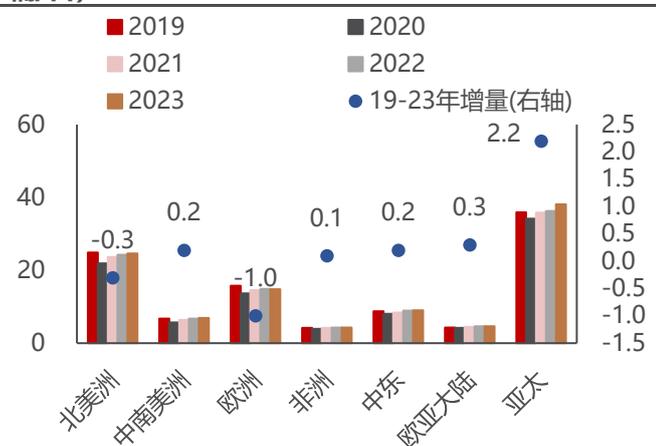
资料来源：OPEC，民生证券研究院

叙利亚生变，加强了中东局势的不确定性。2024年12月8日，俄罗斯外交部表示，叙利亚总统阿萨德在与叙利亚冲突各方代表谈判后已放弃总统职位，这给中东的局势变化带来了较高的不确定性。2011年，叙利亚内战发生，多支反政府武装兴起，其中一些力量还得到美国等国家的支持，后来在伊朗、黎巴嫩、俄罗斯等国家的支援下，叙利亚才逐渐稳定局势；随着近几年俄乌、巴以、黎以等国际冲突的发生，叙利亚的支持力量被削弱。单从叙利亚的供给情况来看，2023年其原油产量仅有4万桶/日，虽然该国家单独的供给变化影响不大，然而，若叙利亚的国内冲突进一步升级，中东之间以及中东和美国之间的政治博弈将进一步加剧地缘风险升温。

3 需求：美国开启降息周期，中国需求引领增长

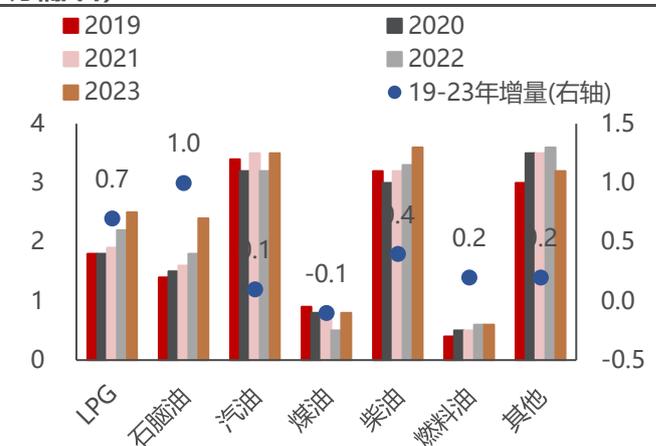
中国和印度是过去5年石油需求增长的主引擎。据IEA统计,2019~2023年,全球石油需求增长1.6百万桶/日至102.2百万桶/日。其中,需求的主要驱动是亚太地区,四年贡献了2.2百万桶/日的需求增长,而北美、欧洲等地区的需求尽管也在逐步从疫情中恢复,但受通胀、需求疲软等因素的影响,相比2020年之前需求依然有所下滑。从亚太地区来看,需求增长较快的国家主要是中国和印度,在人口增长和工业化、中产阶级占比提升导致汽车和旅游等消费增长等因素的驱动下,中国的石脑油和柴油、印度的汽油消费均增长较快。

图33：近5年全球需求增长主要由亚太地区推动（百万桶/日）



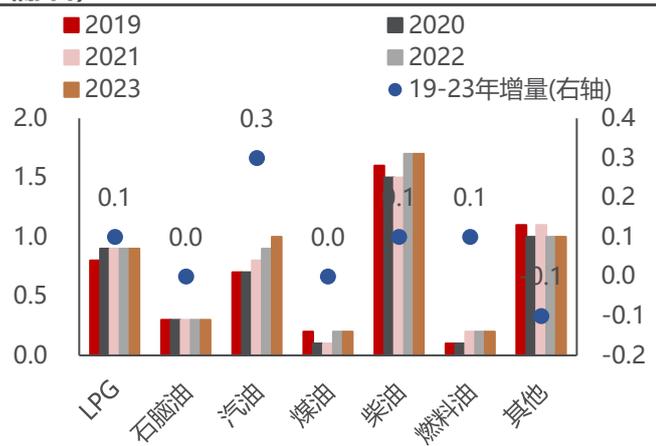
资料来源：IEA，民生证券研究院

图34：近5年中国需求增长主要由石脑油需求推动（百万桶/日）



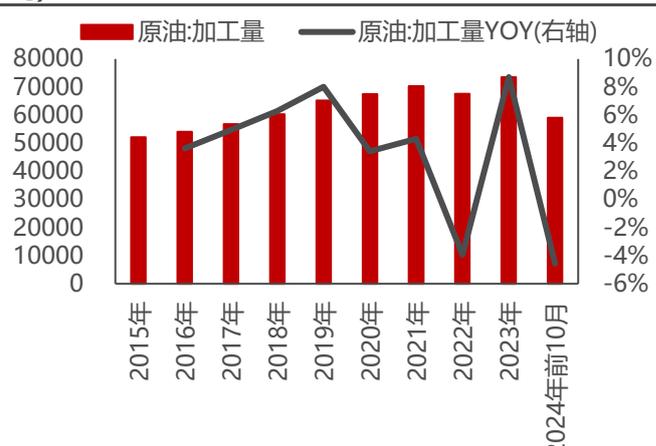
资料来源：IEA，民生证券研究院

图35：近5年印度需求增长主要由汽油需求推动（百万桶/日）



资料来源：IEA，民生证券研究院

图36：2024年前10月中国原油加工量同比下降（万吨）

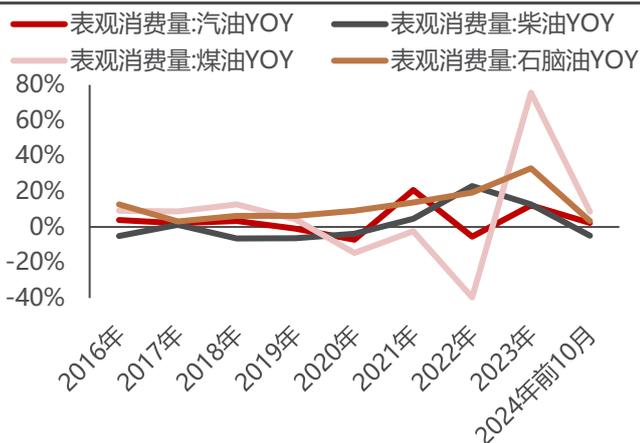


资料来源：wind，民生证券研究院

受新能源和天然气的燃料替代、地产等经济活动放缓的影响，中国石油需求增速放缓。据wind数据，2024年前10个月，国内汽油的表观消费量为12780万吨，同比增长2.3%，增速有所下滑，主要是新能源汽车的渗透率在逐步提高，24年前10个月，国内新能源汽车销量975万辆，销售渗透率达到39.6%，相比上

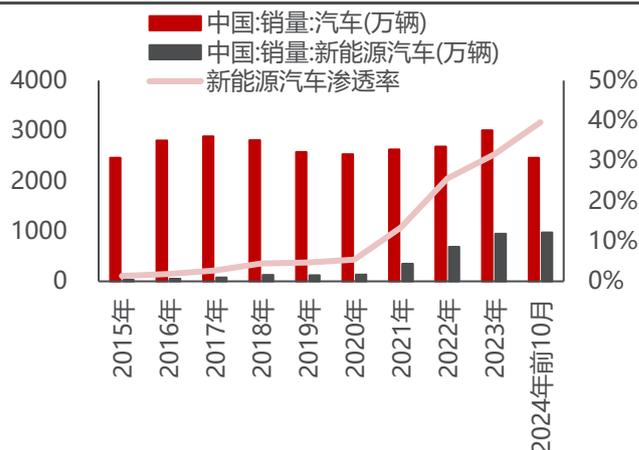
年提高 9.2pct。同期，柴油的国内需求同步下降，表观消费量为 16076 万吨，同比下滑 4.9%，主要是基建及地产等经济活动放缓以及 LNG 重卡渗透率提高所致，24 年前 10 个月，LNG 重卡销量累计 15.7 万辆，同比增长 20.6%，渗透率已达 19%，呈现逐年上升趋势，对柴油消费的替代量可达 3028 万吨。我们预计，在新能源汽车和 LNG 车的进一步替代下，汽柴油需求大概率即将见顶。

图37：2024 年前 10 月汽油消费稳健，柴油消费下降



资料来源：wind，民生证券研究院

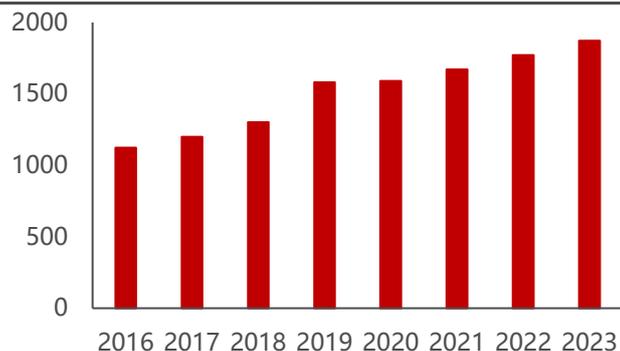
图38：新能源汽车的销售渗透率逐步提高



资料来源：wind，民生证券研究院

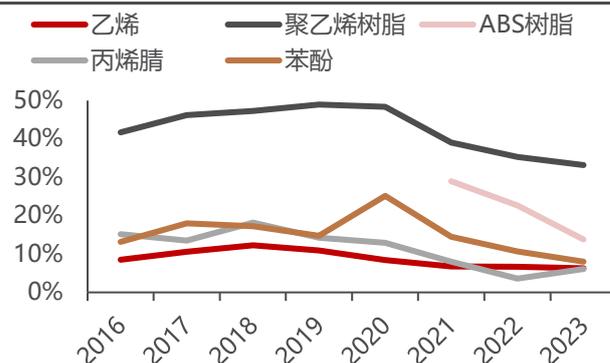
石脑油需求增速放缓，但短期供需有望在新项目推动下稳步增长。化工下游方面，随着煤制烯烃项目的不断投产，我国烯烃等产品进口依赖度快速下滑，2016~2023 年，我国煤制烯烃产能 CAGR 达到 7.5%，而同期，乙烯、聚乙烯树脂、丙烯腈的进口依赖度下滑了 2.2、8.5、9.0pct；目前，煤制芳烃的技术在不断突破，中长期也会加大石脑油的需求压力。2024 年前 10 个月，国内石脑油的表观消费量为 7430 万吨，同比增长 3.4%，低于 2018 年以来的增速水平，需求增速明显放缓。据 IEA 统计，2023 年中国的炼油产能为 18.2 百万桶/日（折合 9.36 亿吨/年）；2024 年 9 月，烟台裕龙岛炼化一体化项目陆续投产，主要建设 2000 万吨/年炼油、300 万吨/年乙烯、300 万吨/年混二甲苯等生产装置及公用工程；此外，华锦阿美、镇海炼化扩建项目、大榭石化改扩建工程顺利建设中。2025 年来看，石脑油供需有望在新项目推动下稳步增长。

图39：2016~2023 年煤制烯烃产能 CAGR 为 7.5%



资料来源：CCTD，民生证券研究院

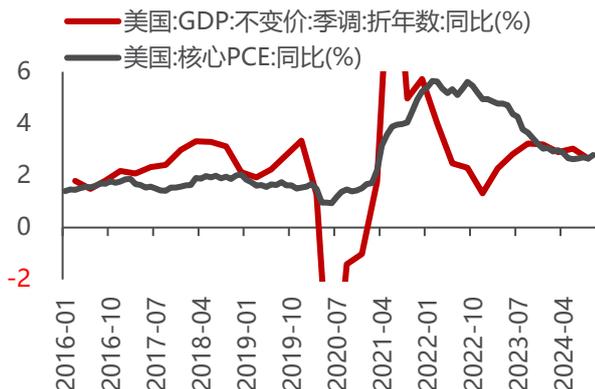
图40：国内化工产品进口依赖度不断下降



资料来源：wind，民生证券研究院

美国降息周期开启。美国从 2022 年 5 月开启加息，通胀逐渐回落的同时，GDP 增速也在 2023 年迎来拐点、逐步增长，表现出美国经济较强的韧性，2024 年 9 月，美联储开启近三年来的首次降息，降幅为 50 基点，10 月美国核心 PCE 同比环比增幅 0.14pct，但增速表现相对温和。此外，若忽略 10 月初飓风和波音罢工的影响，美国的初请失业金人数呈现下滑的态势。

图41: 美国经济韧性较强



资料来源: wind, 民生证券研究院

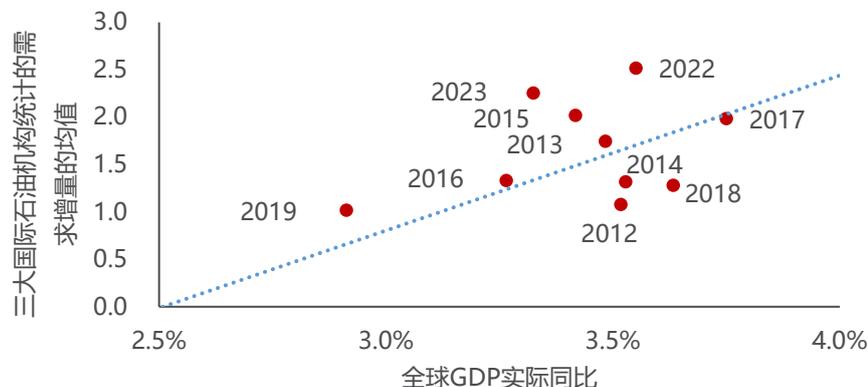
图42: 美国初请失业金人数自降息后呈现下降趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

IMF 预计 2025 年全球 GDP 增速 3.2%，全球石油需求增量或在 95~160 万桶/日。2012~2019 年，全球 GDP 增速在 2.9%~3.8%，对应的全球石油需求增量在 100~210 万桶/日之间，需求增速在 1.0%~2.2%。疫情背景下，2020 年全球需求下滑、2021 年需求高增，且 2022~2023 年需求增速仍存在疫情低基数的影响。2024 年，国际石油机构预计全球经济增速在 3%~3.1%，石油需求对应增速约 97~180 万桶/日。据国际机构的最新预测，IMF 预计 2025 年全球 GDP 增速为 3.2%，OEPC 预计为 3.0%，在此假设下，EIA、IEA、OEPC 分别预计全球的石油需求增量分别为 122、95、160 万桶/日；其中，中国是 2025 年引领全球需求增长的主要国家，需求增长预计分别为 26、32、30 万桶/日，贡献的增量份额为 21.3%、33.7%、18.8%。

图43: 石油需求增量和 GDP 同比增速的关系



资料来源: EIA, IEA, OPEC, wind, 民生证券研究院

4 供需平衡分析：底部支撑力量强，不宜过度悲观

EIA 和 IEA 预计 2025 年原油供需过剩 31 和 89 万桶/日，OPEC 预期在不提产的假设下存在缺口 210 万桶/日。据 EIA 预测，2023 和 2024 年全球石油供应紧张，供需存在缺口 12、51 万桶/日，2025 年，由于供给增速快于需求增速，从而其预期 2025 年供给过剩 31 万桶/日。IEA 预期全球石油供需在 2024 年出现 16 万桶/日的缺口，但由于 2025 年全球需求增长疲软，从而其预期石油供给将过剩 89 万桶/日。OPEC 预测下，2024 年除了 DOC 原油以外的总供给为 6140 万桶/日，而 24 年前三季度 DOC 原油产量为 4090 万桶/日，考虑到 24Q4 期间 DOC 达成协议不提产，若假设 24Q4 产量维持不变，则全球供需存在缺口 170 万桶/日；若 2025 年 DOC 继续不进行提产，则存在缺口 210 万桶/日。

表6：三大石油机构的供需预测（百万桶/日）

		2023A	2024E	2025E	2025E 增量
EIA	供给	102.02	102.62	104.66	2.04
	需求	102.14	103.13	104.35	1.22
	供需缺口	-0.12	-0.51	0.31	—
IEA	供给	102.20	102.90	104.90	2.00
	需求	102.09	103.06	104.01	0.95
	供需缺口	0.11	-0.16	0.89	—
OPEC	供给	102.0	—	—	—
	需求	102.2	104.0	105.6	1.6
	供需缺口	-0.2	—	—	—
	DOC 维持 24 年前三季度产量时的供给	—	102.3	103.5	1.2
上述假设下的供需缺口		—	-1.7	-2.1	—

资料来源：EIA, IEA, OPEC, 民生证券研究院

注：DOC 是指达成减产协议的 OPEC+ 国家联盟

三大国际石油机构出现预测分化的原因主要在于需求增量的预期不同，拆分开来看，主要是美国的需求增量预期差异较大。结合前文的分析，考虑到美国当前处于降息周期，我们认为，2025 年美国的需求将略有增长，和三大机构的预期均值近似，增量需求可能在 7 万桶/日左右。换言之，我们以三大机构预测的增量均值作为中性假设下的预期，悲观假设则可以参考 IEA 的预期，即 2025 年全球的石油需求增量在中性和悲观预期下为 126 和 95 万桶/日。

表7：三大石油机构对于全球需求的增量预测（百万桶/日）

分地区	石油需求增量 2025E			增量均值 2025E	相比于均值的波动幅度		
	EIA	IEA	OPEC		EIA	IEA	OPEC
全球	1.22	0.95	1.60	1.26	-3%	-25%	27%
重点国家							
美国	0.19	0.01	0.00	0.07	185%	-85%	-100%
中国	0.26	0.32	0.30	0.29	-11%	9%	2%
印度	0.27	0.23	0.20	0.23	16%	-1%	-14%
中东	0.20	0.19	0.30	0.23	-13%	-17%	30%
非洲	0.12	0.08	0.10	0.10	20%	-20%	0%
亚洲-除中印外的非 OECD 国家	0.16	0.13	0.30	0.20	-19%	-34%	53%

资料来源：EIA, IEA, OPEC, 民生证券研究院

供给预测方面，EIA 和 IEA 的增量预测近似，其中包含了两机构对于 OPEC+ 增产的预期。由于 OPEC+ 于 2024 年 12 月再次宣布延长减产，将原定于 2025 年 1 月的提产时间推迟到 2025 年 4 月，并且将提产速度放缓使得提产周期从 1 年变为 1.5 年，因此，我们预计，在需求未出现明显恢复或供需未出现明显缺口的情况下，OPEC+ 由于自身的财政诉求可能不会轻易增产，因此，若暂时剔除 OPEC+ 减产的影响，即 DOC 联盟以外的地区 2025 年的供给增量 EIA、IEA、OPEC 分别预期为 145、155、120 万桶/日，均值为 140 万桶/日，**即不考虑 OPEC+ 的增产，2025 年供给增量预计为 140 万桶/日。**

表8：三大石油机构对于全球供给的增量预测（百万桶/日）

分地区	2024			2025		
	EIA	IEA	OPEC	EIA	IEA	OPEC
全球	0.60	0.70	—	2.04	2.00	—
OPEC	-0.08	-0.27	—	0.42	0.24	—
非 OPEC	0.69	0.97	—	1.62	1.76	—
除 DOC 原油以外的石油产量	1.20	1.31	1.30	1.45	1.55	1.20

资料来源：EIA, IEA, OPEC, 民生证券研究院

综合来看，在不考虑 OPEC+ 提产和伊朗是否会受到制裁影响的情况下：①**需求中性假设：**2025 年原油供需依然存在缺口，油价中枢相比当前价格有望抬升，但在“特朗普交易”、以及需求未出现大幅改善的情形下，高于 2024 年布伦特原油的均价 80 美元/桶或仍然有些吃力，**预计全年中枢价格在 75~80 美元/桶**（对应 WTI 约 70~75 美元/桶）；②**需求悲观假设：**需求增长幅度不及 2012~2019 年，此时，2025 年供需有可能出现轻微过剩，但我们预计，WTI 均价将在美国页岩油企业的盈利导向下形成成本支撑，从而维持在 60 美元/桶以上，**对应布伦特油价中枢约在 65 美元/桶以上。**

若考虑 OPEC+ 按当前计划增产，则增产幅度约 50 万桶/日，此时供给增长将会对平衡表造成一定冲击，但我们认为，该情况发生概率较小。

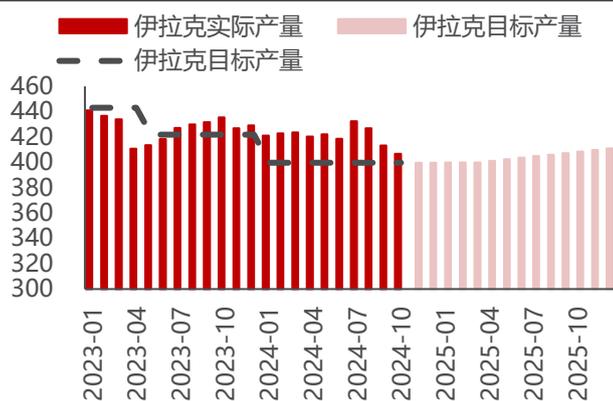
表9：供需平衡表（百万桶/日）

		2023A	2024E	2025E	需求中性假设		需求悲观假设	
EIA	供给	102.02	102.62	104.66	1.40	104.02	1.40	104.02
	需求	102.14	103.13	104.35	1.26	104.39	0.95	104.08
	供需缺口	-0.12	-0.51	0.31	—	-0.37	—	-0.06
IEA	供给	102.20	102.90	104.90	1.40	104.30	1.40	104.30
	需求	102.09	103.06	104.01	1.26	104.32	0.95	104.01
	供需缺口	0.11	-0.16	0.89	—	-0.02	—	0.29
OPEC	供给	102.0	—	—	—	—	—	—
	需求	102.2	104.0	105.6	1.26	105.26	0.95	104.95
	供需缺口	-0.2	—	—	—	—	—	—
	DOC 维持 24 年前三季度 产量时的供给	—	102.3	103.5	1.40	103.70	1.40	103.70
	上述假设下的供需缺口	—	-1.7	-2.1	—	-1.56	—	-1.25

资料来源：EIA，IEA，OPEC，民生证券研究院

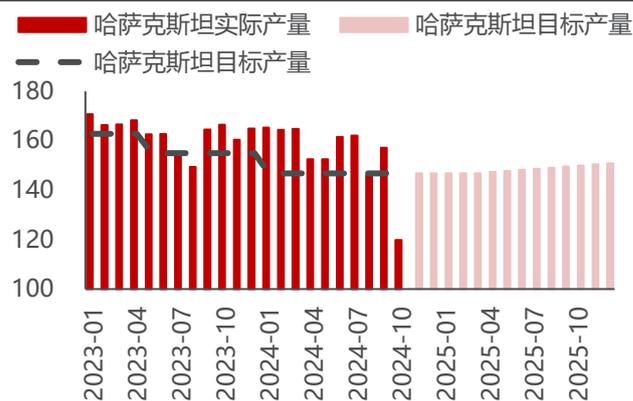
多重支撑下，油价不宜过度悲观。 1) EIA、IEA、OPEC对美国2025年的产量增量预期为46、62、50万桶/日，但根据前文分析，我们认为，美国的原油产量可能不及预期；2) 伊朗受到美国制裁的强度若加大，潜在的产量下降空间在70万桶/日以上，且美国政府若施压美国石油企业增产，我们预计大概率将伴随伊朗产量的下降。3) OPEC+国家中，伊拉克和哈萨克斯坦2023年目标产量执行情况表现较好，但2024年有所超产，24H1超产幅度分别为22、13万桶/日，两国于2024年8月宣布了详细的补偿减产方案，近几个月产量已呈现出下滑趋势，且根据其补偿减产计划，2025年1~9月平均减产量为136万桶/日。

图44：伊拉克原油产量（万桶/日）



资料来源：OPEC，民生证券研究院

图45：哈萨克斯坦原油产量（万桶/日）



资料来源：OPEC，民生证券研究院

表10：伊拉克和哈萨克斯坦的补偿减产计划（万桶/日）

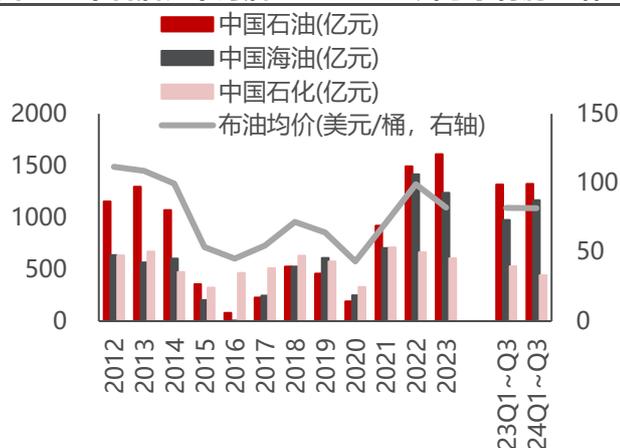
	25-01	25-02	25-03	25-04	25-05	25-06	25-07	25-08	25-09	均值
伊拉克	120	120	120	120	105	90	90	90	95	106
哈萨克斯坦	65	52	39	36	33	18	16	13	1	30
合计	185	172	159	156	138	108	106	103	96	136

资料来源：OPEC，民生证券研究院

5 投资建议

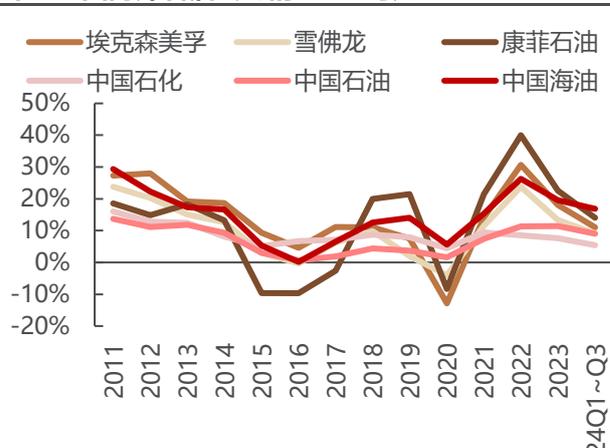
“三桶油”攻守兼备属性凸显。在国企改革的推动下，国有资产的管理能力和盈利能将持续优化，2024年前三季度，布伦特原油价格同比下滑0.1%，中国石油/中国海油/中国石化归母净利润同比变化+0.7%/+19.5%/-16.5%，其中，中国海油因为自身的油气产量增长导致业绩大幅增长的同时，ROE水平已超出国际石油公司。在油价未能进一步增长、且国内需求增长疲软的背景下，“三桶油”表现出较强的抗风险能力和盈利能力，叠加其高分红、高股息率的特点，我们认为，国内石油央企的投资价值有望凸显。

图46：中石油、中海油 24Q1~Q3 归母净利润正增



资料来源：wind，民生证券研究院

图47：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，国内石油公司的PB明显低于国外公司的PB水平。我们认为，在资源属性稀缺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48：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2024年12月12日）

图49：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2024年12月12日）

标的方面，我们推荐以下两条主线：1) 油价有底，石油企业业绩确定性高，叠加高分红特点，估值有望提升，建议关注产量持续增长且桶油成本最低的中国海油、抗风险能力强且资源量优势最强的中国石油、高分红的一体化公司中国石化；2) 国内鼓励油气增储上产，建议关注产量处于成长期的新天然气、中曼石油。

表11：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
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600938.SH	中国海油	27.36	2.60	3.09	3.29	11	9	8	推荐
601857.SH	中国石油	8.45	0.88	0.94	0.95	10	9	9	推荐
600028.SH	中国石化	6.46	0.50	0.44	0.46	13	15	14	推荐
603393.SH	新天然气	31.51	2.47	3.10	3.74	13	10	8	推荐
603619.SH	中曼石油	21.10	1.75	1.98	2.63	12	11	8	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：股价为2024年12月12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 2024 年 12 月 11 日的油价走势 (美元/桶)	3
图 2: 截至 2024 年 12 月 11 日的天然气价格走势 (欧元/MWh)	3
图 3: 截至 2024 年 12 月 12 日, 石油石化中信指数跑输大盘	4
图 4: 2024Q1~Q3 各子板块的收入和增速 (亿元)	4
图 5: 2024Q1~Q3 各子板块归母净利润和增速 (亿元)	4
图 6: 2024Q1~Q3 各子板块的毛利率	4
图 7: 2024Q1~Q3 各子板块的归母净利率	4
图 8: 美国原油产量稳步提升 (万桶/日)	5
图 9: 二叠纪盆地新井单井产量自 23H2 以来逐步提升 (桶/日)	5
图 10: 2024 年二叠纪盆地新完井原油产量(一年趋势)逐步提升 (万桶/日)	5
图 11: 2024 年二叠纪盆地现有井原油衰减量(一年趋势)迅速增长 (万桶/日)	5
图 12: 2024 年美国各产油区活跃钻机数量基本平稳 (座)	6
图 13: 美国五大产油区的样本井产量净增量和美国原油产量变化同步 (万桶/日)	6
图 14: 2022~2023 年钻探许可证批准量处于低位 (个)	7
图 15: 21H2 以来钻探许可证申请量高于批准量 (个)	7
图 16: 美国石油公司的桶油完全成本 (美元/桶)	7
图 17: Rystad Energy 预计美国页岩油企业的资本开支将在 2024 年下降	8
图 18: 美国库存井数量位于低位	8
图 19: 巴西原油产量逐年提升	9
图 20: 中国海油的巴西开发项目	9
图 21: 圭亚那原油产量快速提升	10
图 22: 中国海油的圭亚那开发项目	10
图 23: 非洲储量占全球资源的 7.2%	11
图 24: 非洲 4 个石油主产国的储量集中度为 84%	11
图 25: 非洲 4 个石油主产国的产量集中度为 74%	11
图 26: 位于非洲的 DOC 国家产量相比目标产量的差值为 0 或负数 (万桶/日)	11
图 27: 非洲主产国中安哥拉产量呈下降趋势 (万桶/日)	12
图 28: 2024 年非洲钻机数量同比略有提升 (部)	12
图 29: OPEC+ 多次延长减产时间	13
图 30: 中东国家的石油出口收入占 GDP 的 15%~40%	14
图 31: 中东国家的石油出口收入大多占财政收入的 70%以上	14
图 32: 伊朗原油产量在俄乌冲突后逐步提升 (万桶/日)	15
图 33: 近 5 年全球需求增长主要由亚太地区推动 (百万桶/日)	16
图 34: 近 5 年中国需求增长主要由石脑油需求推动 (百万桶/日)	16
图 35: 近 5 年印度需求增长主要由汽油需求推动 (百万桶/日)	16
图 36: 2024 年前 10 月中国原油加工量同比下降 (万吨)	16
图 37: 2024 年前 10 月汽油消费稳健, 柴油消费下降	17
图 38: 新能源汽车的销售渗透率逐步提高	17
图 39: 2016~2023 年煤制烯烃产能 CAGR 为 7.5%	17
图 40: 国内化工产品进口依赖度不断下降	17
图 41: 美国经济韧性较强	18
图 42: 美国初请失业金人数自降息后呈现下降趋势	18
图 43: 石油需求增量和 GDP 同比增速的关系	18
图 44: 伊拉克原油产量 (万桶/日)	21
图 45: 哈萨克斯坦原油产量 (万桶/日)	21
图 46: 中石油、中海油 24Q1~Q3 归母净利润正增	22
图 47: 国内外石油公司的 ROE 对比	22
图 48: 国外石油公司和“三桶油”A 股标的的 PB 对比	22
图 49: 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: 特朗普政府的能源相关政策	7
表 2: 国际石油机构对巴西石油液体产量的预测 (万桶/日)	10
表 3: 国际石油机构对圭亚那石油液体产量的预测 (万桶/日)	11
表 4: 国际石油机构对非 OPEC 的非洲国家的石油液体产量的预测 (万桶/日)	12
表 5: 中东国家财政收支平衡下的要求油价 (美元/桶)	14
表 6: 三大石油机构的供需预测 (百万桶/日)	19
表 7: 三大石油机构对于全球需求的增量预测 (百万桶/日)	20
表 8: 三大石油机构对于全球供给的增量预测 (百万桶/日)	20
表 9: 供需平衡表 (百万桶/日)	21
表 10: 伊拉克和哈萨克斯坦的补偿减产计划 (万桶/日)	21
表 11: 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。	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中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048