

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

原油月报:

OPEC+减产再续，供应压力后延

2024年12月报

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号: S1060523110001

马书蕾 投资咨询资格编号: S1060524070002

有色与新材料 强于大市 (维持)

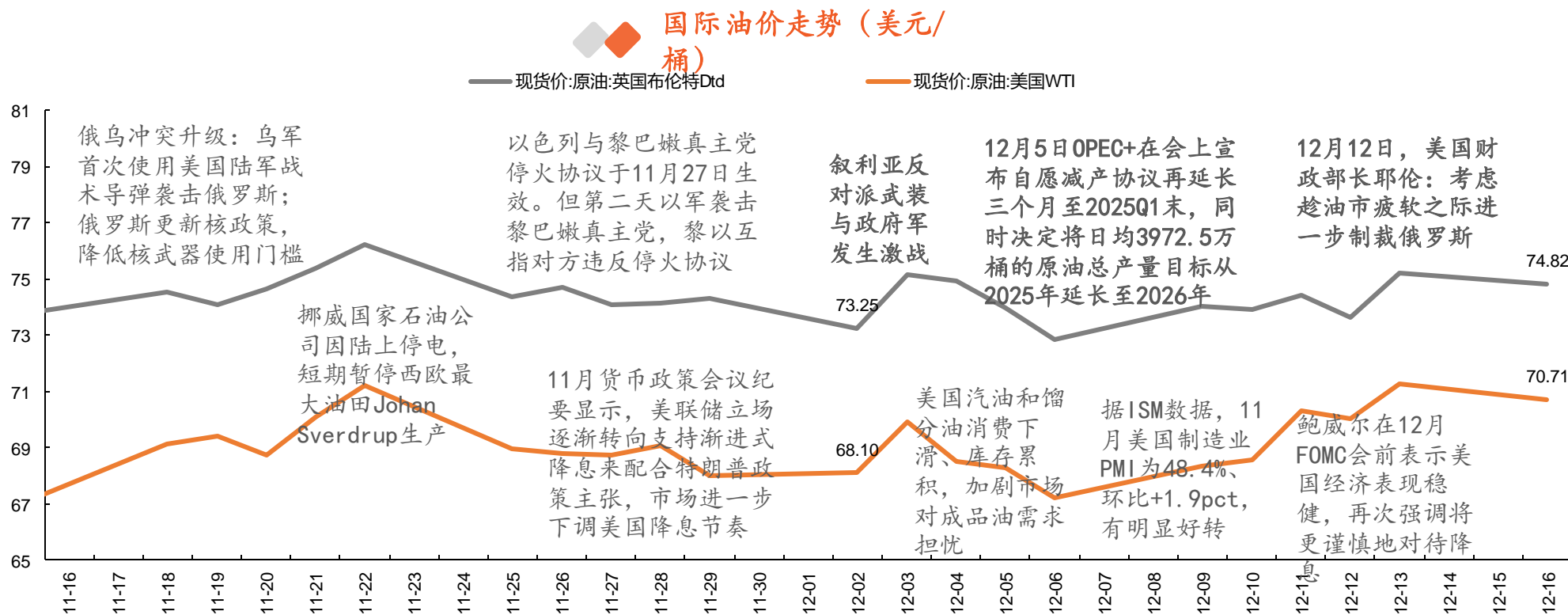
2024年12月18日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

* 核心观点：OPEC+供应预期有变，俄油或再受制裁，油价震荡小涨

- 国际油价回顾：12月以来油价整体震荡小幅走高，主要围绕OPEC+供应预期和地缘政治风险变化进行交易。重点影响事件：**
 - 12月5日OPEC+在会上宣布将自愿减产协议再延长三个月至2025年一季度末，另，美国炼厂开工率提高，商业原油超预期去库，但汽油和馏分油消费下滑、库存累积，加剧了市场对成品油需求的担忧；欧洲将165.7万桶/日额外自愿减产延至2026年底(原计划2025年底)，对缓解原油供应过剩压力有较大作用；
 - 12月12日，美财长耶伦表示考虑趁油市疲软之际进一步制裁俄罗斯，引发市场对俄罗斯石油行业或面临欧美新一轮制裁的担忧，油价应声上涨。**实际基本上**虽然进入供暖旺季，但生产和消费活动仍然偏弱，原油需求短期内或难以得到有效提振；中国制造业PMI继续处于扩张区间，但目前汽柴油等需求预期仍偏弱。

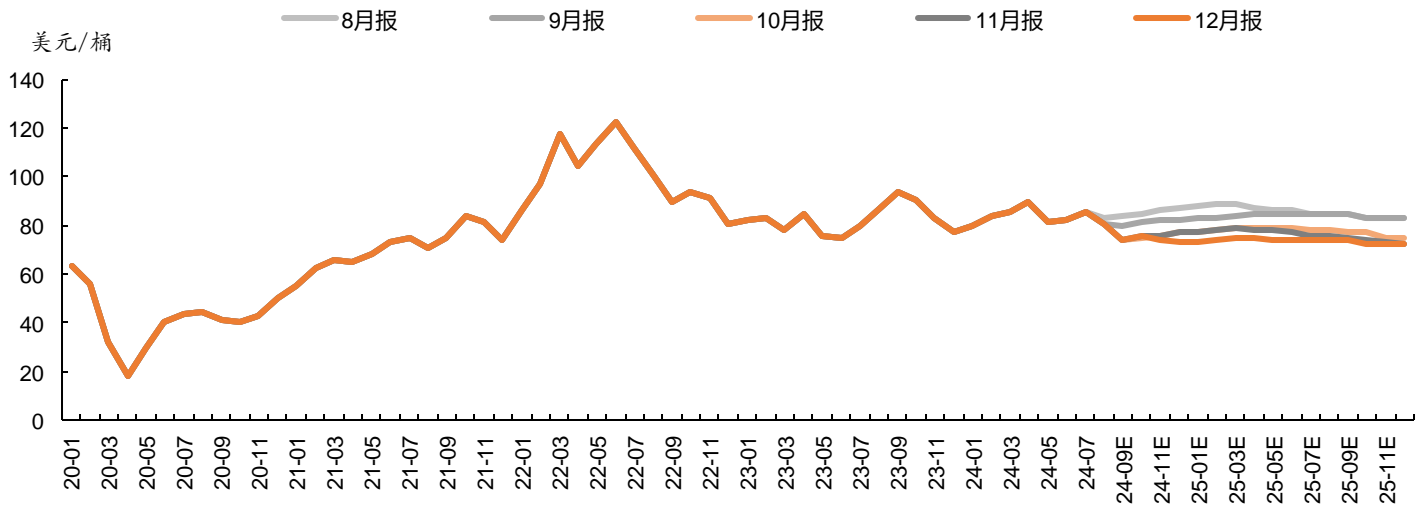


资料来源：Wind，平安证券研究所

* 核心观点：OPEC+减产使供应压力延缓，但基本面偏宽格局难改

- **国际油价展望-机构预测：**EIA认为，欧佩克+减产导致2024年全球石油库存平均减少40万桶/日，OPEC+减产协议的延长将使2025Q1石油库存减少70万桶/日，预计25Q1布伦特原油均价为74美元/桶，但后续随着OPEC+恢复增产及OPEC+以外地区供应持续增长将导致2025Q2-Q4全球石油平均库存增加10万桶/日，库存增加将给原油价格带来下行压力，预计25Q4布伦特油均价将降至72美元/桶。
- **国际油价展望-本报告预测：**目前美国商业原油维持去库态势，但汽油和馏分油等成品油消费下滑、进入累库阶段；欧洲虽进入供暖旺季，但生产和消费活动仍偏弱；中国汽油需求平稳，柴油受气温下降影响，需求偏弱。12月初，OPEC+在会议上宣布将再次延长220万桶/日自愿减产协议至2025年3月末，对延缓供应过剩压力起到一定作用，但各国是否遵守减产协议仍存较大不确定性，且对中国和欧美原油需求增长进一步放缓的担忧仍是导致基本面较难好转、制约油价的关键，我们预期**2025年油价中枢或有所下移，但降幅收窄**：供应端，OPEC+延长减产或可延缓供应过剩时点、增强油价韧性，但较难改变整体基本面偏宽格局，随着2025年4月后OPEC+逐渐恢复增产，全球原油供应压力或将增大；特朗普上台后，主张加大本土传统能源开发，油企或加大页岩油开采，以美国为首的美洲国家原油产量增幅可能扩大；需求端，欧美经济增长趋缓，中国经济未见明显修复迹象，叠加LNG重卡和电动汽车渗透率的不断提升对汽油和柴油需求的不可逆挤占，全球原油基本面过剩格局仍难改变，**2025年布伦特油价运行区间或同比下降3-8美元/桶。**

◆ EIA2024年8月-12月报预测的国际布伦特油价走势



资料来源：EIA，平安证券研究所

1.1 OPEC: OPEC+减产协议再延，2025年供应增幅或较原预期显著收窄

- 据OPEC数据，2024年11月，OPEC 12国原油产量为26658千桶/日，较10月增加103千桶/日，主要是伊朗和利比亚增产。11月，OPEC+(除无配额限制国)产量合计为35228千桶/日，较上月增加163千桶/日，OPEC+整体减产执行率较上月下滑约0.5个百分点。展望后市，12月5日OPEC+在会议上决定将219.3万桶/日自愿减产计划再延迟3个月至2025年一季度末后退出，逐步增产时间从12个月变为18个月，另将165.7万桶/日额外自愿减产延至2026年底(原计划2025年底)，我们预期2025年OPEC+供应实际增幅或较原预期收窄一半以上。

8个OPEC+成员国220万桶/日自愿减产延长至2025年3月底

单位：千桶/日	自愿减产量	2025.1-3产量计划	2025.4-2026.9产量逐步增至	2025年配额量
阿尔及利亚	51	908	959	1007
伊拉克	220	4000	4220	4431
科威特	135	2413	2548	2676
沙特阿拉伯	1000	8978	9978	10478
阿联酋	163	2912	3375 (增产300)	3519
哈萨克斯坦	82	1468	1550	1628
阿曼	42	759	801	841
俄罗斯	500	8978	9449 (补偿减产)	9949
合计	2193	30416	32880	34529

资料来源：OPEC（石油输出国组织），平安证券研究所，注：10月产量数据根据11月报有所调整

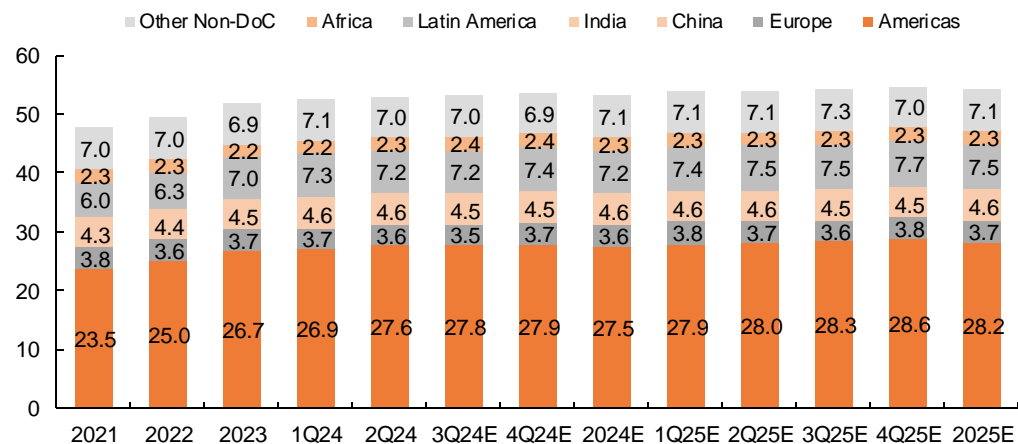
OPEC+2024年10月和11月产量及减产执行情况

单位：千桶/日	2024年10月产量	2024年11月产量	月环比变动	产量计划/配额	10月减产执行率	11月减产执行率
阿尔及利亚	909	910	1	908	99.89%	99.78%
刚果	260	250	-10	276	106.15%	110.40%
赤道几内亚	55	59	4	70	127.27%	118.64%
加蓬	214	213	-1	169	78.97%	79.34%
伊拉克	4089	4043	-46	4000	97.82%	98.94%
科威特	2419	2408	-11	2413	99.75%	100.21%
尼日利亚	1403	1417	14	1380	98.36%	97.39%
沙特阿拉伯	8973	8963	-10	8978	100.06%	100.17%
阿联酋	2954	2958	4	2912	98.58%	98.44%
OPEC 9国合计	21276	21221	-55	21106	99.20%	99.46%
伊朗	3286	3323	37		未受配额限制	
利比亚	1097	1238	141		未受配额限制	
委内瑞拉	896	876	-20		未受配额限制	
OPEC 12国合计	26555	26658	103	--	--	--
阿塞拜疆	486	483	-3	551	113.37%	114.08%
巴林	179	180	1	196	109.50%	108.89%
文莱	78	78	0	83	106.41%	106.41%
哈萨克斯坦	1296	1498	202	1468	113.27%	98.00%
马来西亚	335	351	16	401	119.70%	114.25%
墨西哥	1567	1574	7	1753	111.87%	111.37%
阿曼	764	768	4	759	99.35%	98.83%
俄罗斯	9001	8994	-7	8978	99.74%	99.82%
苏丹	28	28	0	64	228.57%	228.57%
南苏丹	55	53	-2	124	225.45%	233.96%
Non-OPEC 合计	13789	14007	218	14377	104.26%	102.64%
OPEC+合计	35065	35228	163	35483	101.19%	100.72%
不含无配额限制国						

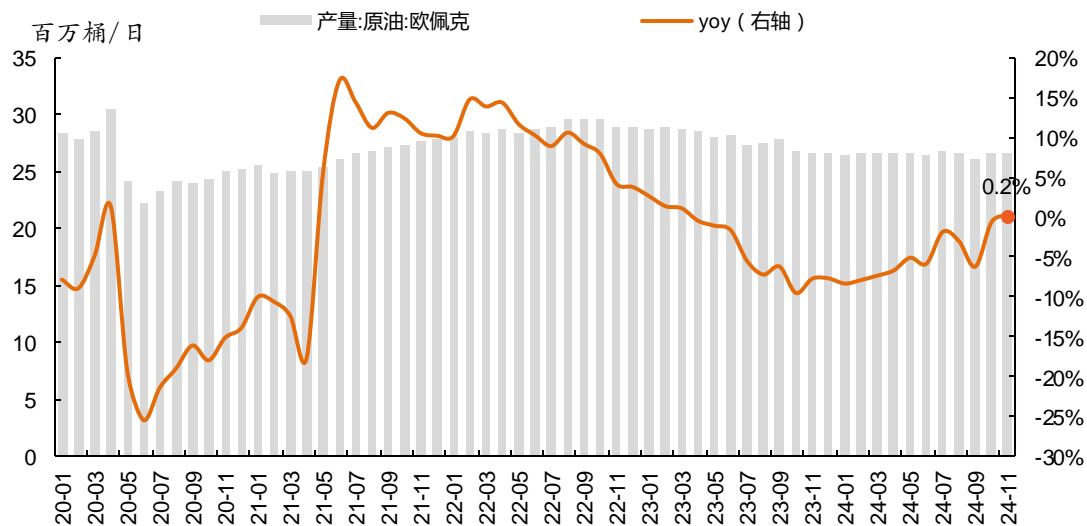
1.2 OPEC: 哈萨克斯坦大幅增产至超产, 补偿性减产持续期延长

- 据OPEC数据, 2024年11月, Non-OPEC DoC原油产量为14007千桶/日, 环增218千桶/日, 主要是哈萨克斯坦产量大幅增加所致, 本月超产国为俄罗斯、哈萨克斯坦和阿曼, 俄罗斯和哈萨克斯坦此前承诺对今年上半年的超产进行补偿性减产, 目前补偿持续期从2024年8月-2025年9月变更为2024年8月-2026年6月。
- 此外, 据OPEC预计, 2024年Non-DoC国家原油产量将同比增加约128万桶/日, 2025年Non-DoC国家原油供应同比增量将在111万桶/日, 较上月预测值小幅调增, 预计主要增长动力将来自美国、加拿大、巴西等美洲国家以及北欧的挪威。

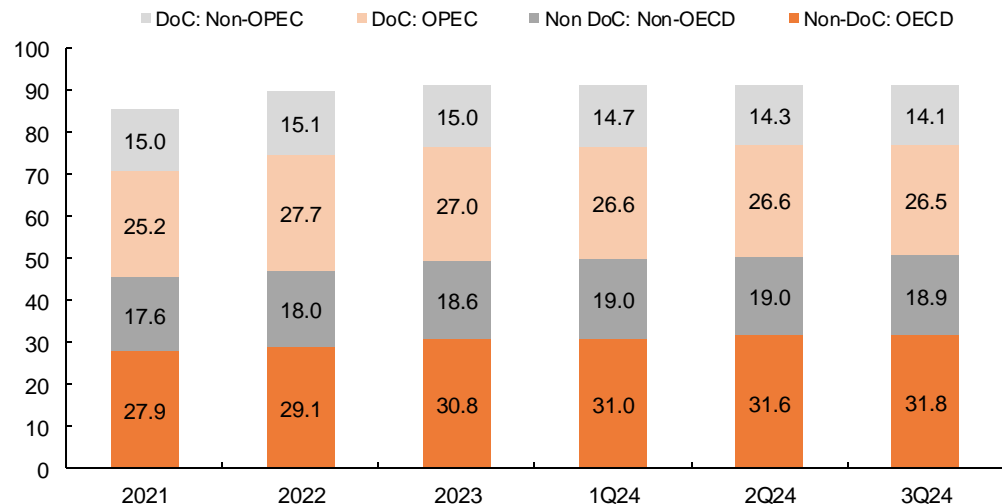
全球主要Non-DoC产油地区原油产量 (百万桶/日)



OPEC国家原油月度日均产量



DoC及非DoC国家原油产量情况 (百万桶/日)

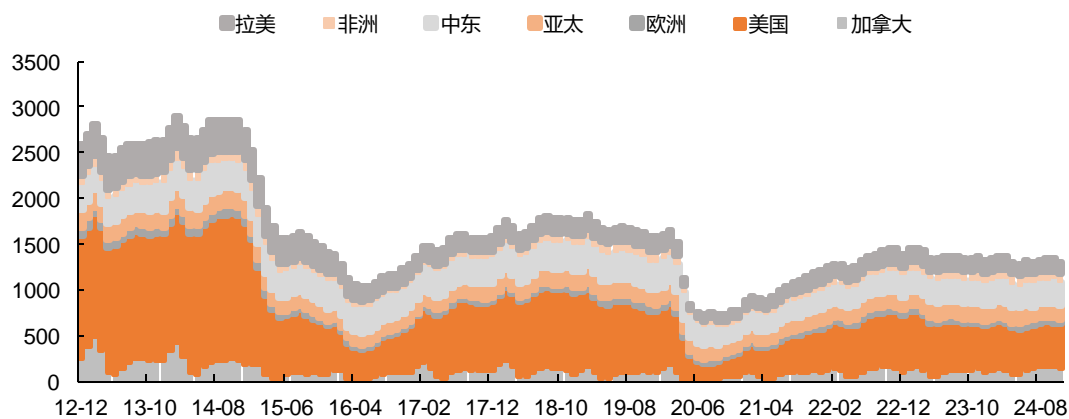


资料来源: Wind, OPEC, 平安证券研究所, 注: Non-DoC指未参加欧佩克和非欧佩克产油国合作宣言(联合削减石油产量行动组织)的国家

OPEC：美洲国家和OPEC钻机数明显回落，美国库存井数持续下行

- 据OPEC数据，2024年11月全球钻机总数1779台、环比大幅减少46台（其中石油钻机数1414台、环减46台，天然气钻机数312台、环增2台；其他53台、环减2台），11月加拿大、墨西哥、OPEC国家等除中东外的各地区钻机数环比均有明显回落。
- 据Wind，2024年11月美国新钻井数920口、环增8口，新增完井数937口、环增2口，库存井5221口、环减17口，美国主要页岩油田新钻井数和新增完井数环比有所增加，库存井数持续下行。

全球主要地区石油钻机数（台）

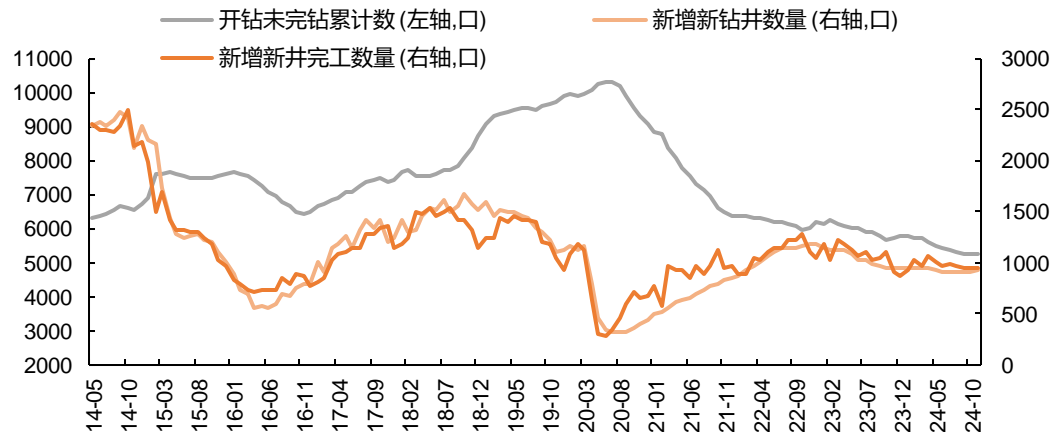


2024年9-11月全球主要地区总钻机数（台）

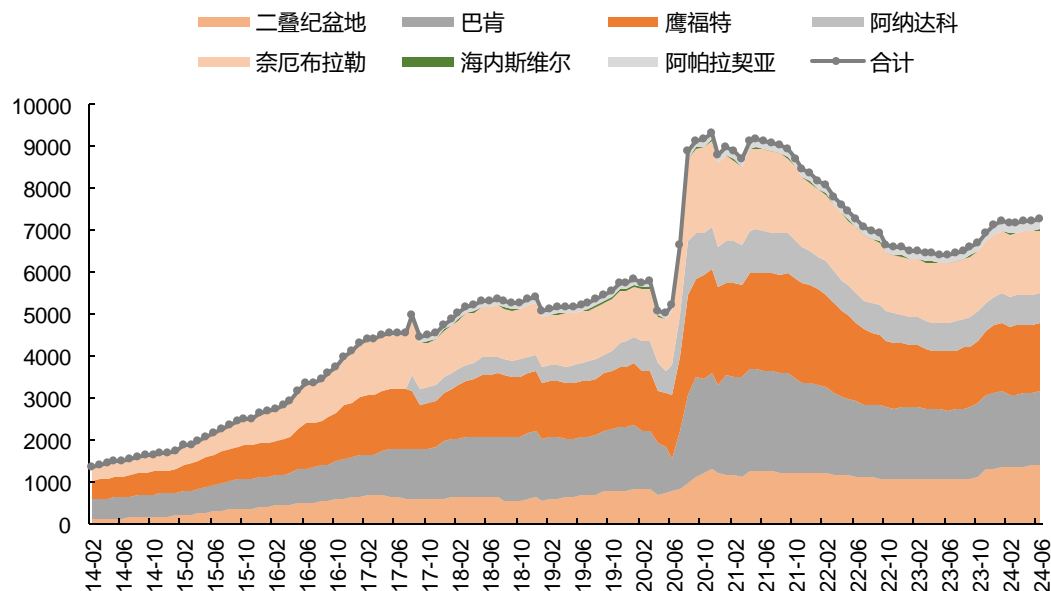
单位-部	美国	加拿大	墨西哥	OECD欧洲	OECD亚太	其他亚洲	拉美	中东	非洲	OPEC	合计
2024.9	587	217	48	65	27	214	105	61	46	441	1,822
2024.10	585	219	50	67	29	217	102	63	47	436	1,825
2024.11	584	205	45	63	24	208	98	64	46	425	1,779
11月环比	-1	-14	-5	-4	-5	-9	-4	1	-1	-11	-46

资料来源：OPEC，Wind，ifind，平安证券研究所

美国七大页岩油产区新增完井/新钻井/累计库存井数



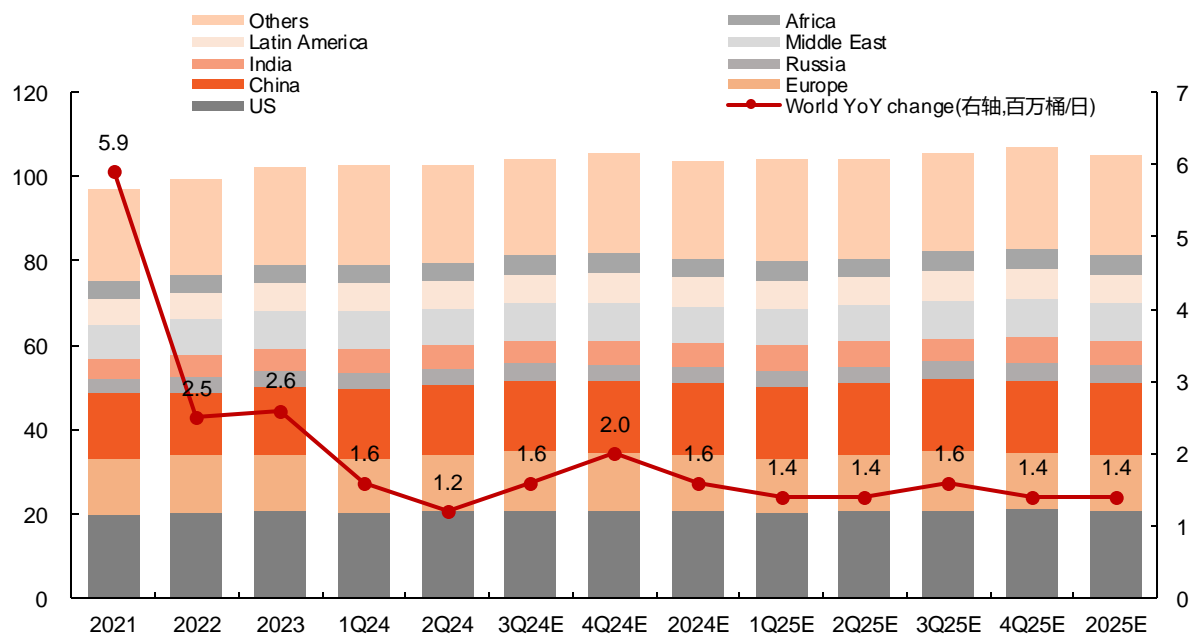
美国七大页岩油田新井单口井原油日产量（桶/日）



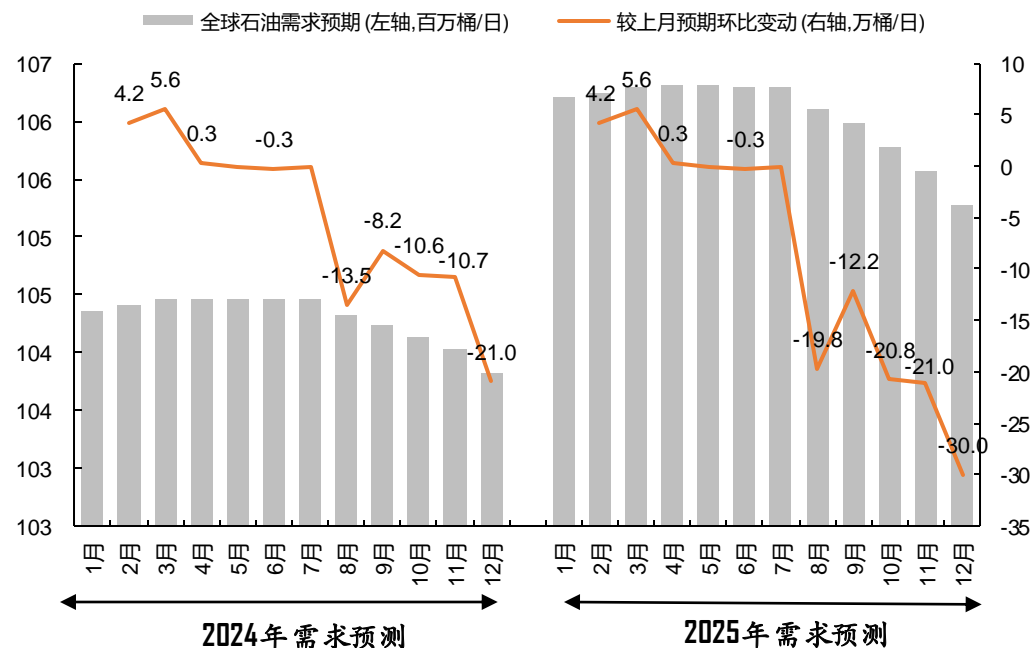
OPEC：年内连续五次下调2024年和2025年全球石油需求预期

- OPEC继续下调2024年和2025年石油需求预期。**在2024年12月报中，OPEC预计2024年全球石油需求量为103.8百万桶/日（较上月报下调21万桶/日），同比增加161万桶/日，中国石油需求量为16.8百万桶/日（较上月报下调2.5万桶/日），同比增加约43万桶/日。四季度北半球冬季来临，受取暖耗油需求上升的推动，北半球柴油和燃料油需求出现典型的季节性增长，但OPEC对中国成品油需求放缓担忧的持续存在导致其多次下调石油需求预期，原因是炼油利润率疲弱以及炼油厂检修季的到来，同时结合实际数据，小幅向下修正了其亚洲国家、印度、中东和拉丁美洲的石油需求。OPEC预计2025年全球石油需求量为105.3百万桶/日（较上月报下调30万桶/日），同比增加145万桶/日，其中中国石油需求量为17.1百万桶/日（较上月报小幅下调2.5万桶/日），同比增加31万桶/日。OPEC预计2024年和2025年世界经济增长分别为3.1%和3.0%，预测值较上月保持不变。

主要国家石油需求量情况（百万桶/日）



OPEC今年1-12月报对2024和2025年全球石油需求预测

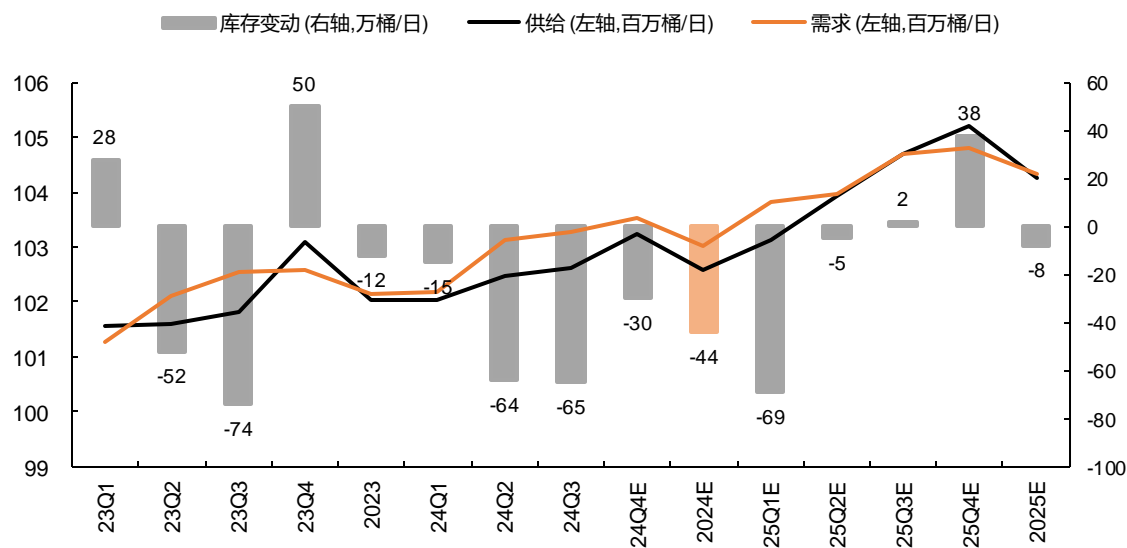


资料来源：OPEC，平安证券研究所，注：图1除全球需求同比变动为右轴，其余均为左轴，单位为百万桶/日

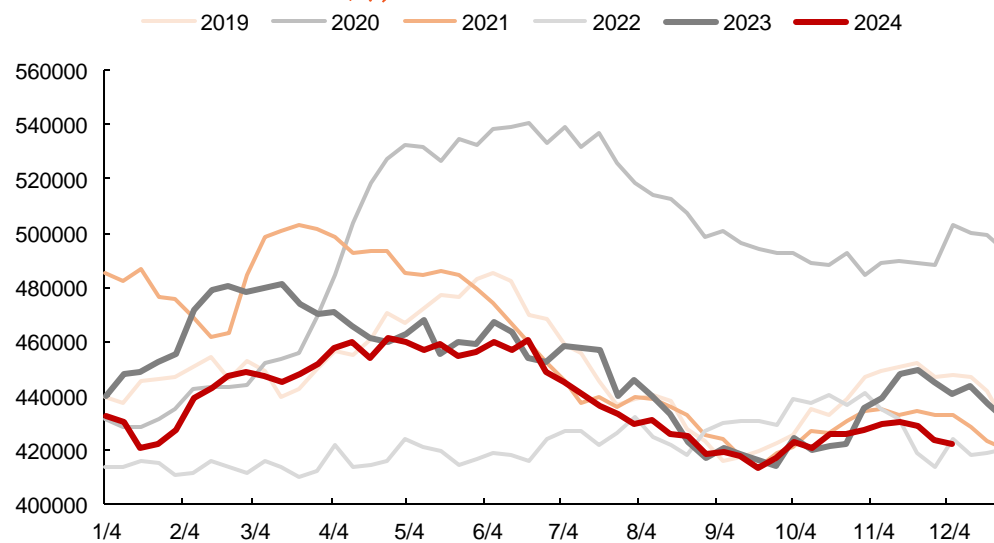
2.1 EIA：OPEC+减产延长，2025年原油供需格局较原预期好转

- 据EIA（美国能源信息署）2024年12月报预计，2024年第三、四季度全球原油及相关液体燃料供需差分别为-65和-30万桶/日，仍预计供不应求，但较11月预测值-90和-33万桶/日收窄；2025年三季度开始扭转为供过于求，2025年全年供需差由上月预测+31万桶/日下调为-8万桶/日，主要是OPEC+宣布延长减产协议后，预计2025年增产幅度较原预期下调幅度较大。
- EIA预计2024年四季度全球原油延续去库态势，但去库幅度环比收窄，2025Q1进一步去库69万桶/日（上月报预计去库23万桶/日），自2025Q3开始逐步恢复累库状态，随着OPEC+自愿减产逐步退出，美洲国家产量继续增加，EIA预计25Q4累库约38万桶/日，但因OPEC+增产计划的推迟，全球原油累库时间延后、累库量或明显下调（EIA上月报预计自25Q2开始累库，25Q2-25Q4全球原油库存将增加约36、43、68万桶/日）。此外，美国原油库存持续去化，商业原油库存处历史低位，据EIA预计，2024年12月美国商业原油及石油产品库存为1224百万桶，较11月环比减少12百万桶。

◆ EIA在2024年12月报测算的全球原油供需结构



◆ 美国商业原油库存走势 (千桶)

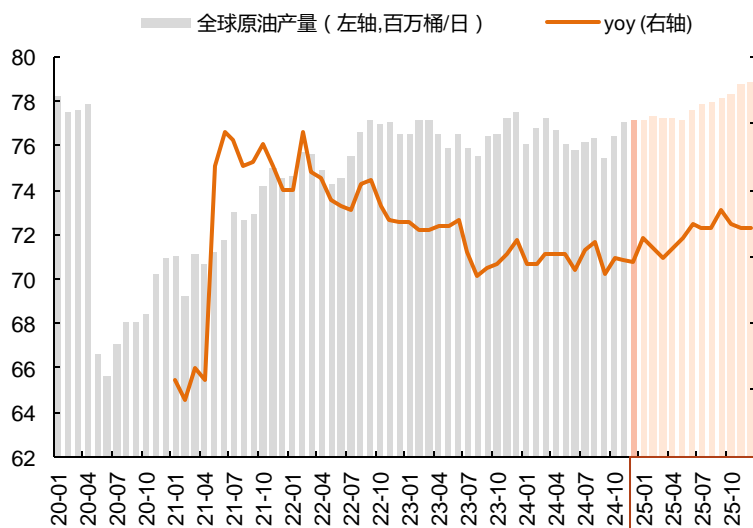


资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所

EIA: OPEC+增产延后, 美国增速放缓, 整体供应压力或有缓解

- 据EIA预测, 2024年12月全球原油产量为77.16百万桶/日, 环增8.17万桶/日, 同减31.7万桶/日, 其中OPEC+原油产量为35.27百万桶/日, 环增15.5万桶/日, 同减100.9万桶/日; 美国原油产量13.62百万桶/日, 环增12.0万桶/日, 同增31.6万桶/日。
- OPEC+多次延长减产协议缓解了2024年和2025年上半年全球原油供应过剩压力。**据EIA预计, 2024年全球石油(原油及相关液体燃料)产量为102.59百万桶/日(较上月报下调3万桶/日), 同比增加57万桶/日, **OPEC+国家因集体和自愿减产协议、2024年石油产量同比减少约130万桶/日, 对减缓原油供应过剩压力起到较关键的作用,**但OPEC+以外国家同比增加了约187万桶/日, 美国、加拿大、圭亚那、巴西的增长居首, 其中美国2024年石油产量同比增加约68万桶/日。EIA预计2025年全球石油产量为104.24百万桶/日(较上月报大幅下调42万桶/日), 同比增加165万桶/日, **2025年OPEC+产量预计将同比增加约18万桶/日(较上月预测的同比增加56万桶/日大幅下调),**同时, 美国2025年石油产量预计将增加约43万桶/日(仅原油同比增加约28万桶/日), 增速较2024年有所放缓。

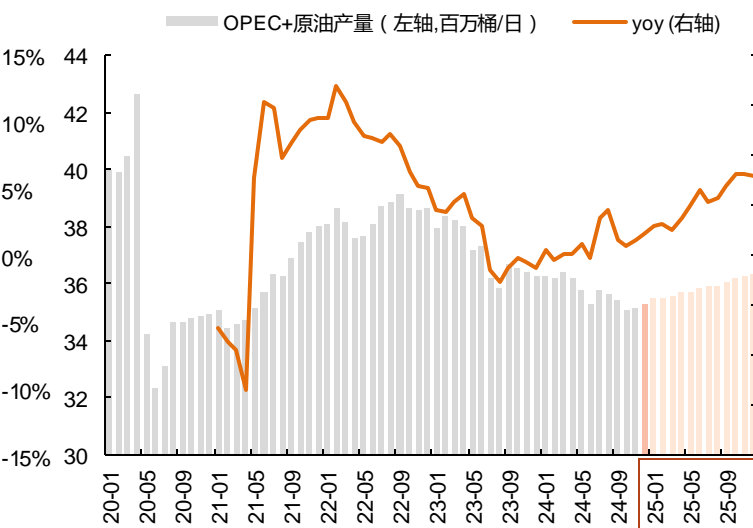
全球原油产量及yoy



资料来源: EIA, 平安证券研究所

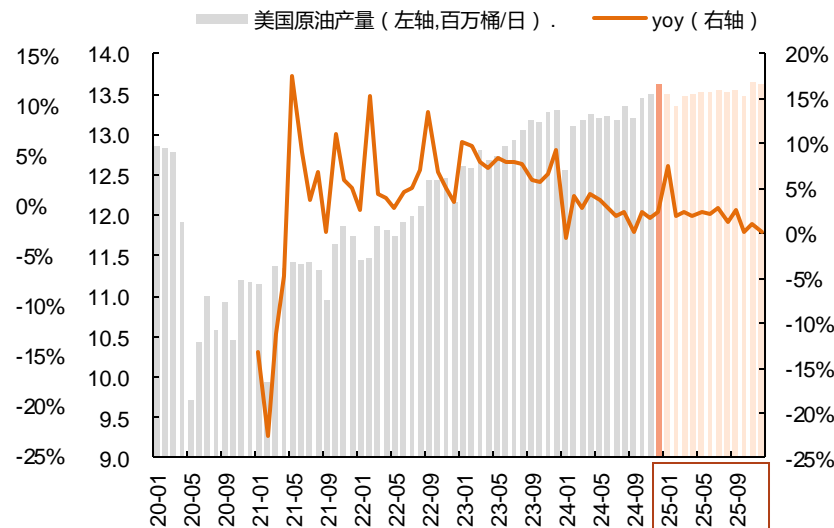
EIA预测值

OPEC+原油产量及yoy



EIA预测值

美国原油产量及yoy



EIA预测值

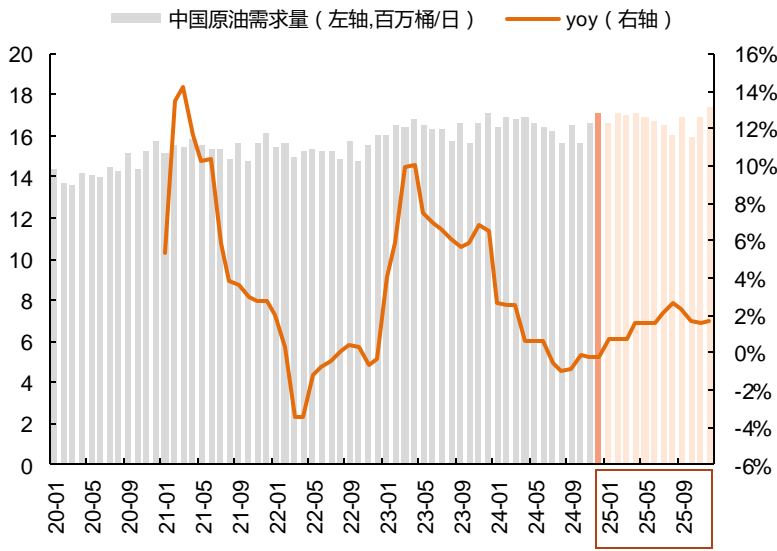
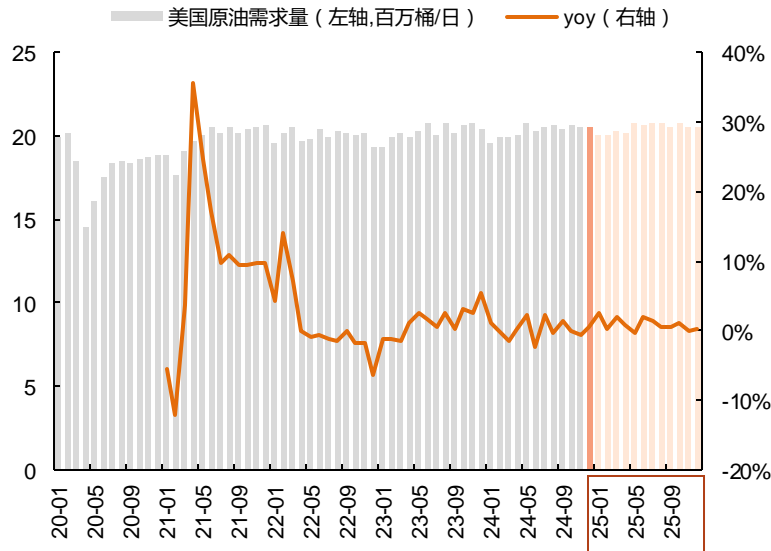
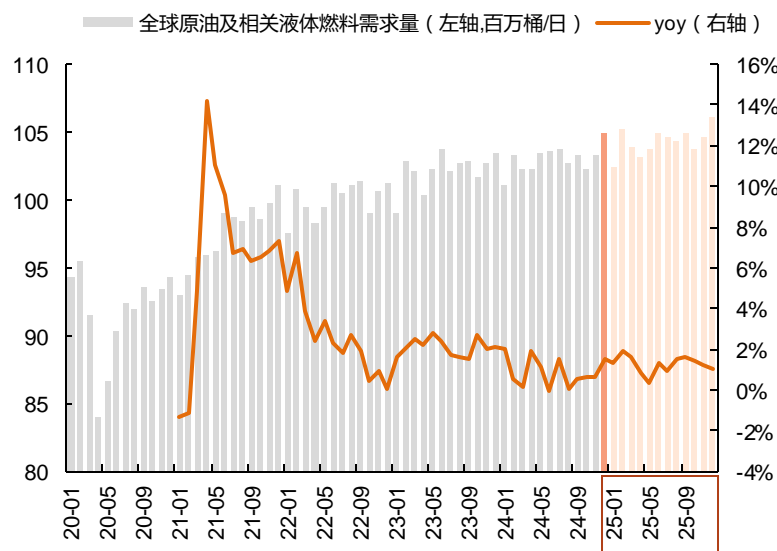
EIA：2025年印度运输燃料消费增长强劲，中国成品油需求有望回暖

- 据EIA预测，2024年12月全球石油(原油及相关液体燃料)需求量为104.98百万桶/日，环增160.8万桶/日，同增156.0万桶/日。其中，美国石油需求量为20.45百万桶/日，环增1.2万桶/日，同增5.9万桶/日；中国石油需求量为17.08百万桶/日，环增45.7万桶/日，同减4.5万桶/日；欧洲石油需求量为13.31百万桶/日，环减7.2万桶/日，同增27.5万桶/日。
- 据EIA预测，2024年全球石油需求量为103.03百万桶/日(较上月报下调10万桶/日)，同增89万桶/日，预期24Q4需求量同增95万桶/日，欧美和日韩供暖季到来提振取暖油需求(11月-次年3月)；2025年需求量为104.32百万桶/日(较上月报下调3万桶/日)，同比增加129万桶/日。EIA预计印度将成为全球石油消费增长的主要来源，2024和2025年其石油消费将同比增长22万桶/日和33万桶/日、占全球总需求增量的24.7%和25.6%，主要受运输燃料需求增加推动；EIA多次下调中国石油需求预期，预计2024和2025年中国石油消费量将同比增加9万桶/日和25万桶/日，2025年随着一揽子促进经济增长的政策逐步生效，有望刺激成品油需求有所回暖。

全球石油需求量及yoy

美国石油需求量及yoy

中国石油需求量及yoy



资料来源：EIA，平安证券研究所

EIA预测值

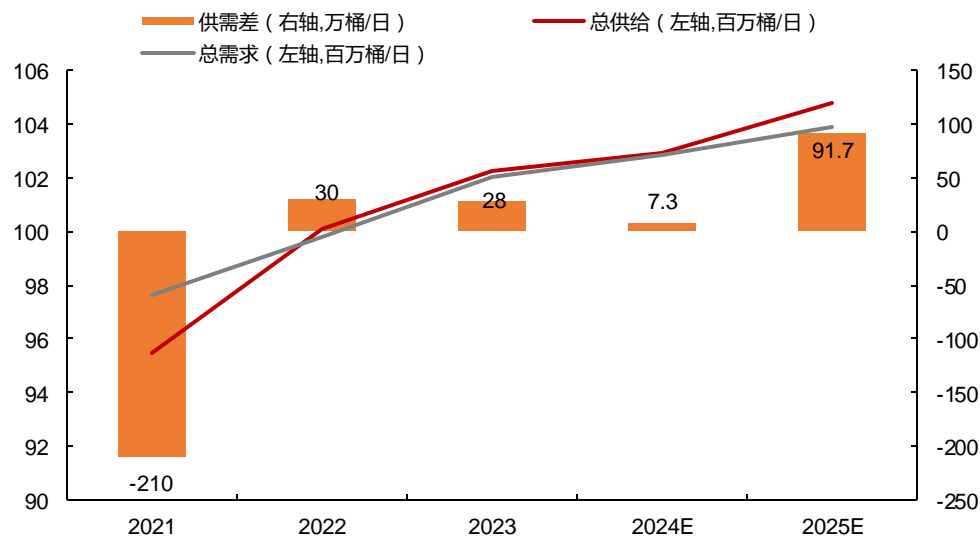
EIA预测值

EIA预测值

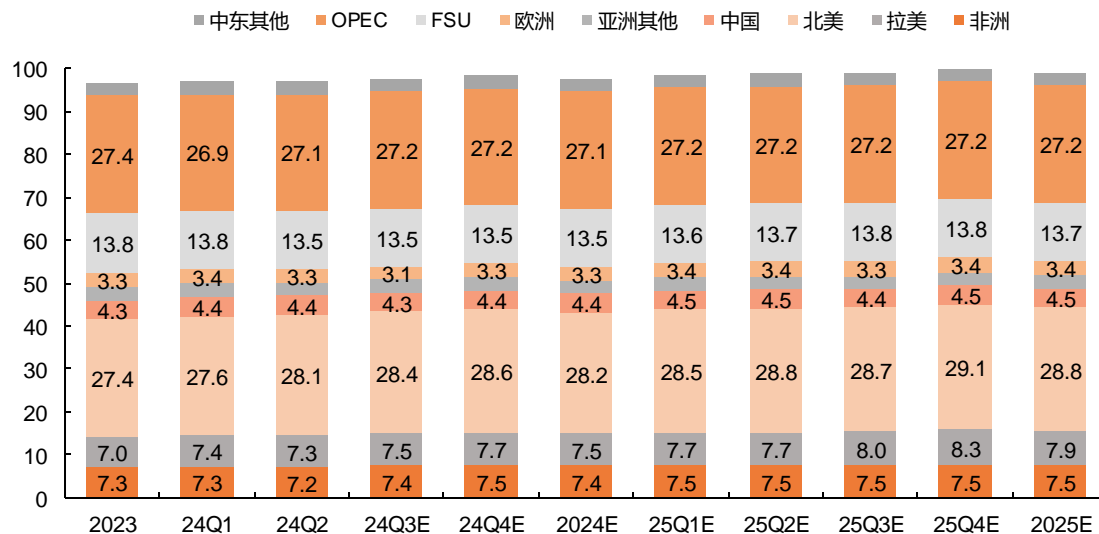
IEA：需求疲软担忧尚存，供应过剩局面仍难扭转

- 供给端**，据IEA（国际能源署）2024年12月预计，2024年全球石油总供应平均为102.9百万桶/日，同增约63万桶/日；2025年全球石油总供应预计为104.8百万桶/日，同增约190万桶/日。在美国、巴西、圭亚那、加拿大和阿根廷的带领下，IEA预测非欧佩克+国家的石油供应量在这两年增加了约150万桶/天，此外，今年受计划外停电和运营表现不佳困扰的巴西预计将成为明年原油供应增长的主要来源，随着超过80万桶/天的新产能的启动，预计到2025年巴西供应量将增加21万桶/天，达到370万桶/天。
- 需求端**，据IEA 2024年12月报预测，2024年全球石油需求将同比增长84万桶/日（较上月报下调8万桶/日），到2025年将增长110万桶/日至103.9百万桶/日（较上月报预测值上调11万桶/日），较2022-2023年疫后时期约200万桶/日的需求增量明显放缓。IEA测算今年中国石油需求基本停止增长，尼日利亚、巴基斯坦、印尼、南非和阿根廷等其它重要新兴经济体需求增长大幅放缓，2024Q3非经合组织国家石油需求同比仅增长32万桶/日，这是自疫情最严重以来最低季度增长率，市场普遍认为2025年石油需求前景仍较疲软。

◆ IEA预测的全球原油供需结构



◆ 全球原油供给 (百万桶/日, 不含其他液体燃料)

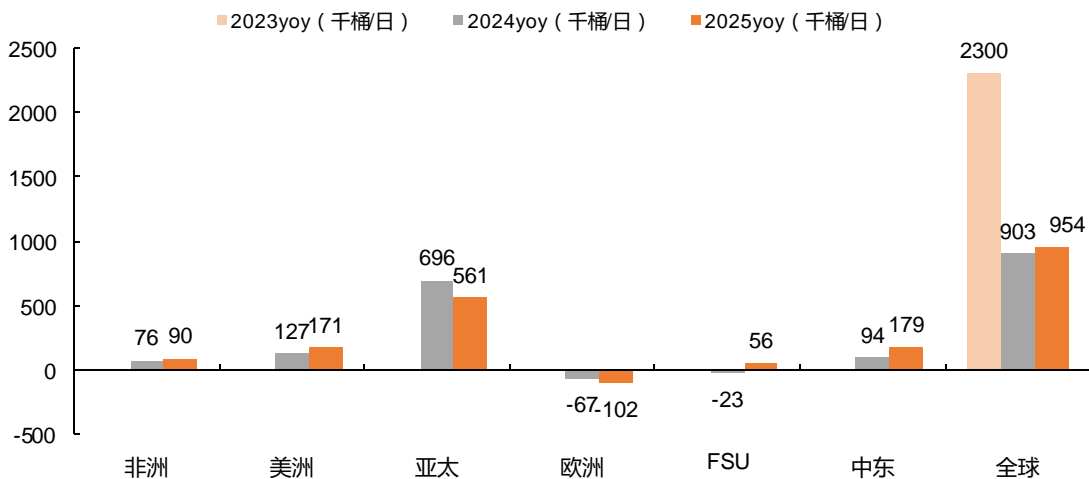


资料来源：IEA，平安证券研究所

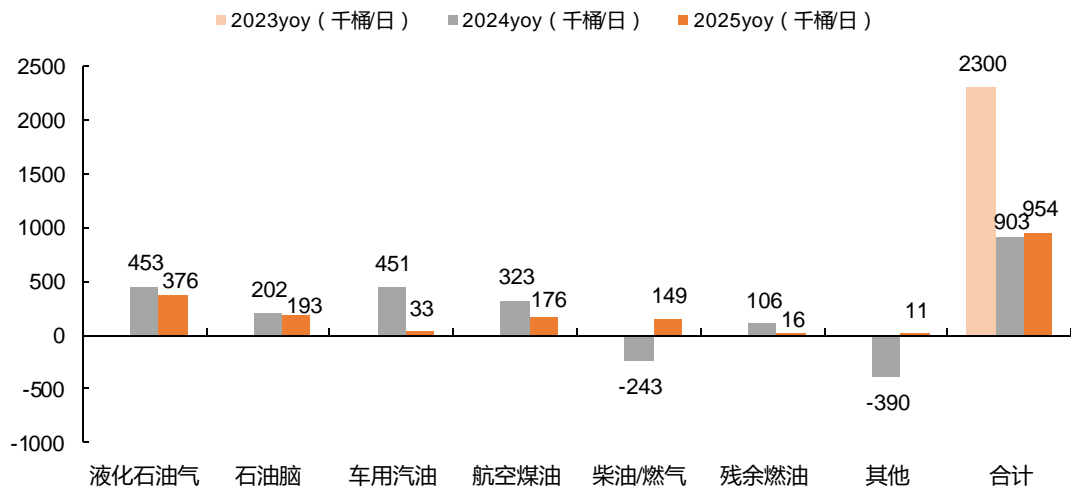
3.2 IEA：国际石油需求增长放缓至疫前水平，中印仍是主要增量来源

- 需求端，IEA预计2024年全球石油需求增长将显著放缓，2025年同比增量较2024年小幅提高，反映了疫情后被压抑的需求释放结束、全球基本经济状况低于平均水平，石油消费增速或回归历史均值，此外，清洁能源技术快速部署在运输和发电领域日益挤占石油需求，2025年石油需求增速仍相对承压，但预计增速将高于今年，石脑油、乙烷及LPG等化工原料将贡献主要的增量，虽然今年中国石油需求增速明显放缓，但仍是今明两年石油消费增长的主力，同时印度等其他新兴经济体增长表现突出，在全球石油消费增量中逐步占据重要地位。

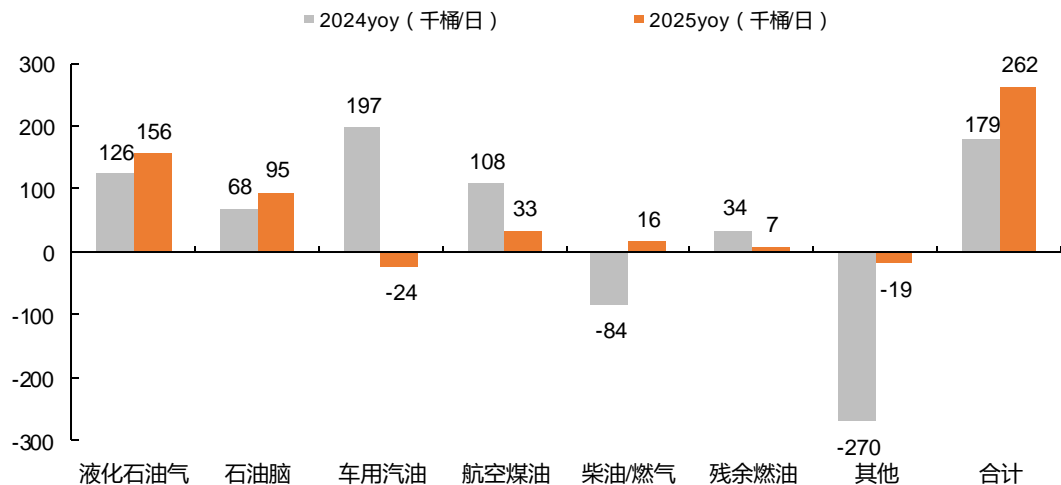
IEA预测的全球各地区原油需求变动



IEA预测的全球各成品油需求变动

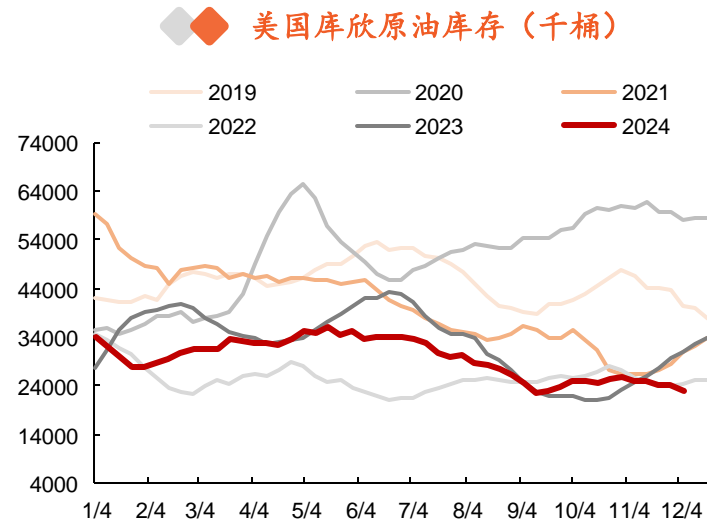
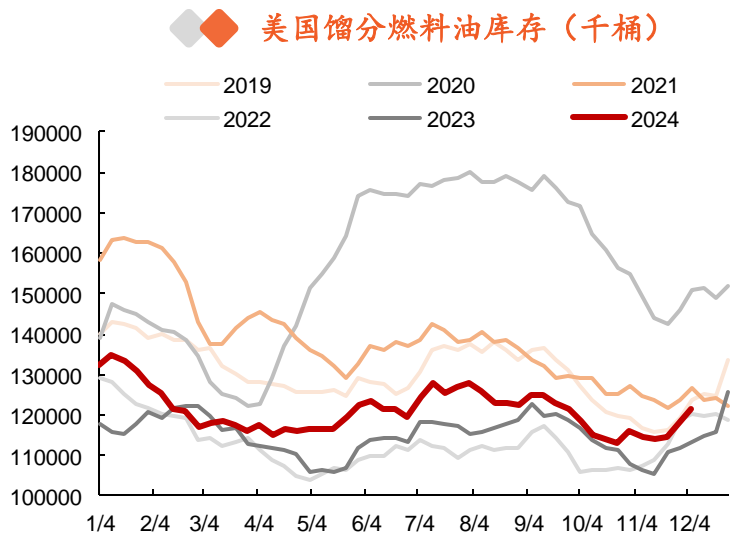
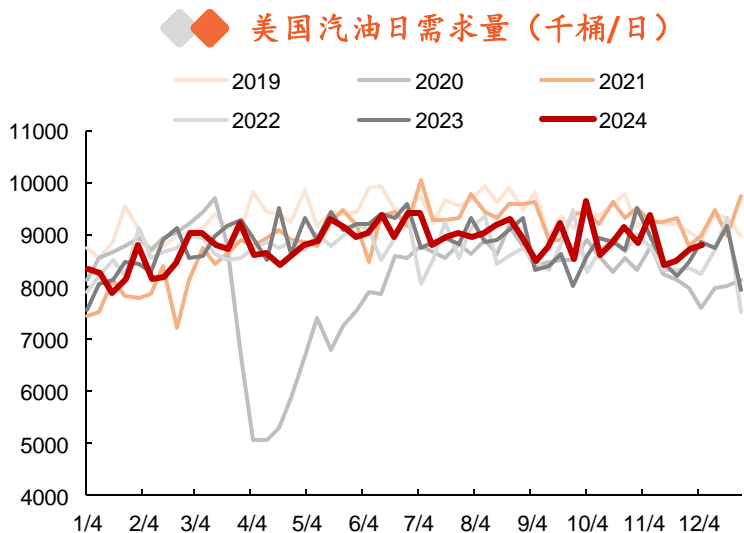
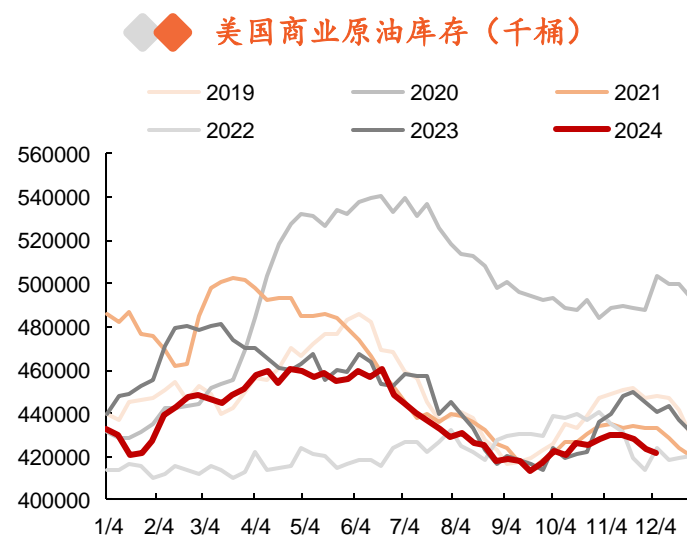
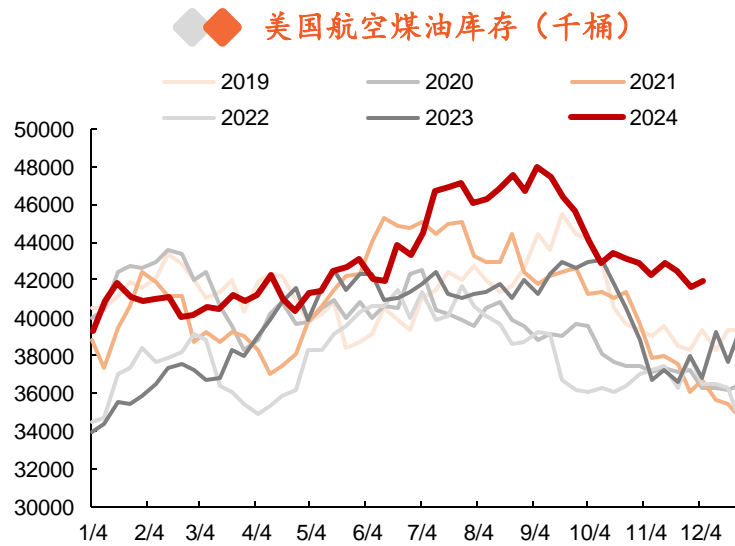
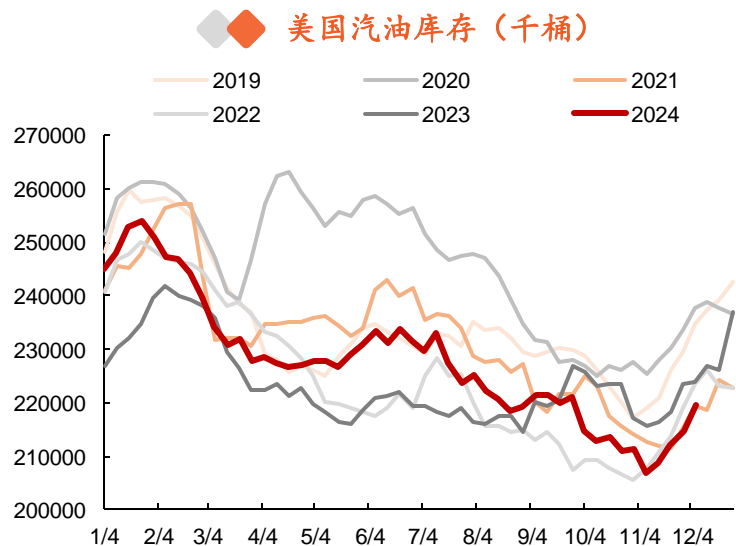


IEA预测的中国原油需求变动



资料来源：IEA，平安证券研究所，注：上述图中数据来自IEA可下载的2024年9月报

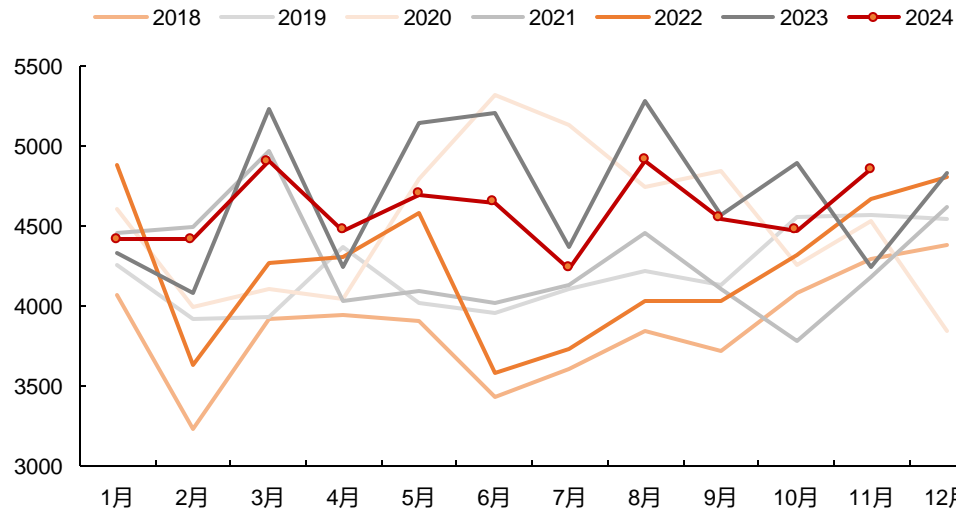
4.1 美国原油及成品油动态数据



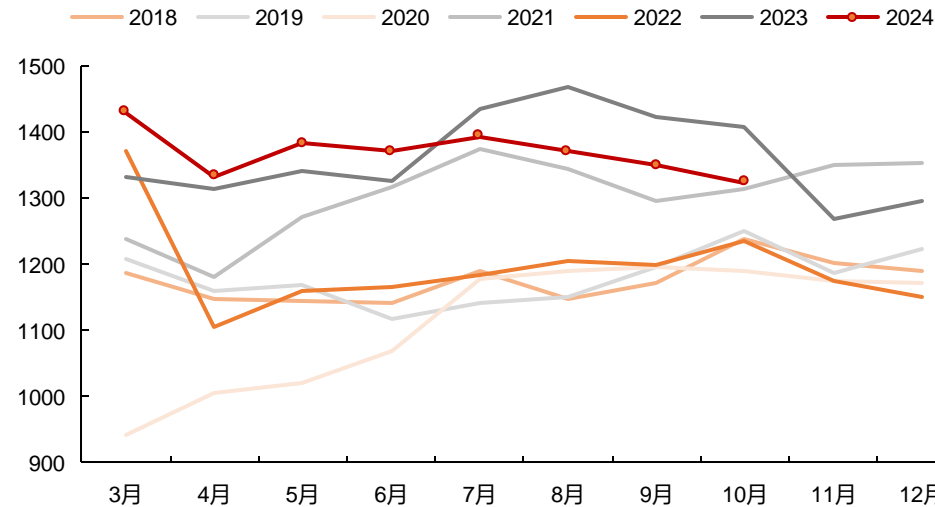
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 中国原油及成品油动态数据

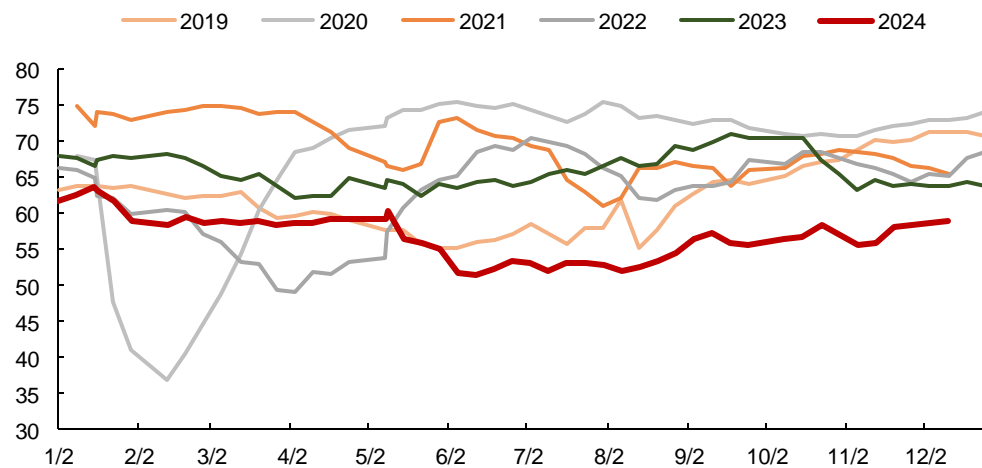
中国原油当月进口量 (万吨)



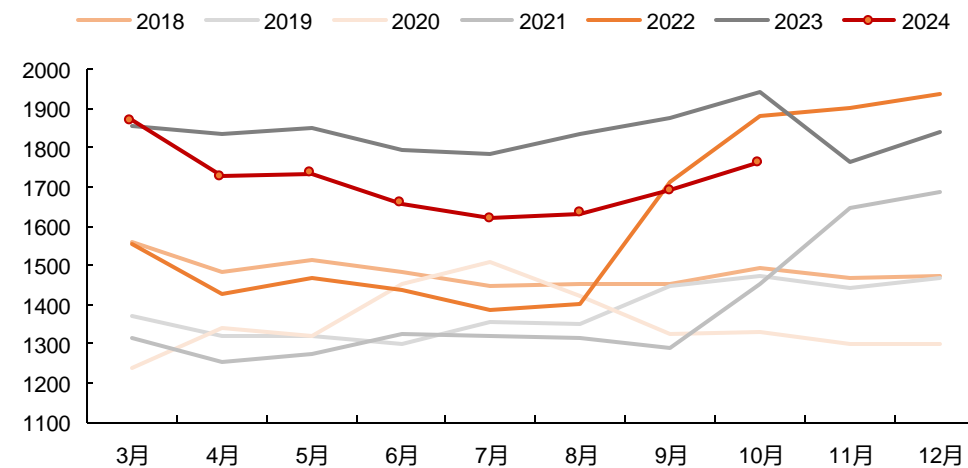
中国汽油月产量 (万吨)



中国山东地炼厂开工率 (%)



中国柴油月产量 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

- **后市基本面和国际油价走势判断：**美国商业原油维持去库态势，但汽油和馏分油等成品油消费下滑、进入累库阶段；欧洲虽进入供暖旺季，但生产和消费活动仍偏弱；中国汽油需求平稳，柴油受气温下降影响，需求偏弱。12月初，OPEC+在会议上宣布再次延长220万桶/日自愿减产协议至2025年3月末，对延缓供应过剩压力起到一定作用，但各国是否遵守减产协议存较大不确定性，且对中国和欧美原油需求增长进一步放缓的担忧仍是导致基本面较难好转、制约油价的关键，我们预期2025年油价中枢或有所下移，但降幅收窄：供应端，OPEC+延长减产或可延缓供应过剩时点、增强油价韧性，但较难改变整体基本面偏宽格局，随着2025年4月后OPEC+逐渐恢复增产，全球原油供应压力或将增大；特朗普上台后，主张加大本土传统能源开发，以美国为首的美洲国家原油产量增幅可能扩大；需求端，欧美经济增长趋缓，中国经济未见明显修复迹象，叠加LNG重卡和电动汽车渗透率的不断提升对汽油和柴油需求的不可逆挤占，全球原油基本面过剩格局仍难改变，2025年布伦特油价运行区间或同比下降3-8美元/桶。
- 虽然在基本上短期供需仍偏紧、中期或由紧转松，价格端短期油价尚存较强支撑、中期油价有向下承压的担忧，但地缘局势的动荡使得能源独立的重要性进一步凸显，传统能源的开发支出有望再次上行，同时在当前国内低利率环境下，经营稳健的低估值高股息资源型企业仍具较好投资价值，我们认为油气勘探力度加大、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，国际油价震荡对于龙头企业业绩的影响趋减，“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**。

- 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) 货币政策发挥作用的不确定性：美联储降息周期开启，但其对经济和原油需求发挥的作用仍具较大不确定性；
- 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。

平安证券研究所投资评级：

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在±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）

分析师声明及风险提示：

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。

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它人。

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。客户并不能尽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。