

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：

地缘局势紧张，短期支撑尚强

2024年8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）

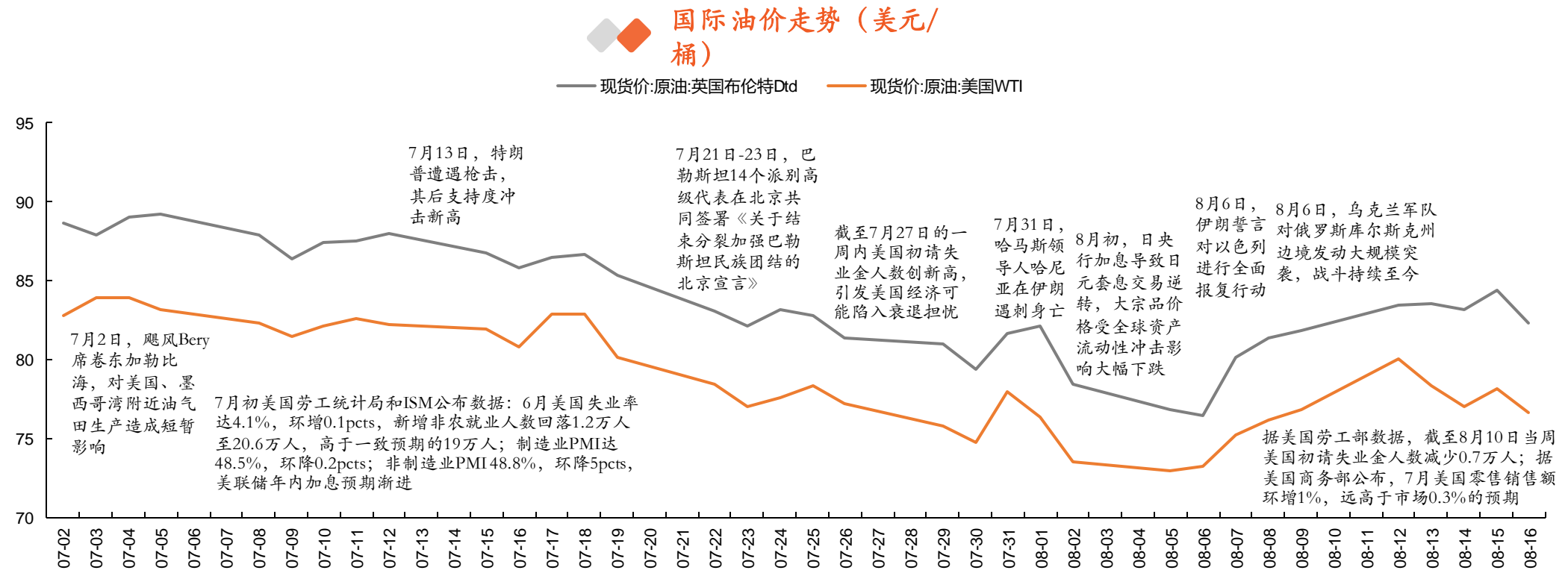
2024年8月19日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

* 核心观点：地缘局势紧张及美国经济衰退担忧缓和推动8月油价走高

- 国际油价回顾：**2024年7月，在美国经济数据明显趋缓、特朗普交易行情（强调能源独立和低通胀，对高油价存在压制）、欧美和中国制造业活动较疲软导致后市汽柴油需求预期偏空等影响下，油价呈现持续下行走势；8月以来，月初因日央行加息导致日元套息交易逆转而发生全球资产流动性踩踏，叠加市场对美国经济可能陷入衰退的担忧，宏观情绪的宣泄导致油价出现较大跌幅，但**8月6日**以来，中东局势紧张化—哈马斯前任领导人哈尼亚遇袭身亡后，伊朗誓言报复以色列，且在哈马斯确定由辛瓦尔担任新任政治局领导人后，以色列回应立刻对辛瓦尔发出所谓将其“清除”的威胁，俄乌冲突升级—乌军罕见大规模越境袭俄、攻入库尔斯克州，地缘局势紧张化再度推涨油价，同时美国经济数据好转令市场对经济衰退担忧缓和，油价高位震荡。



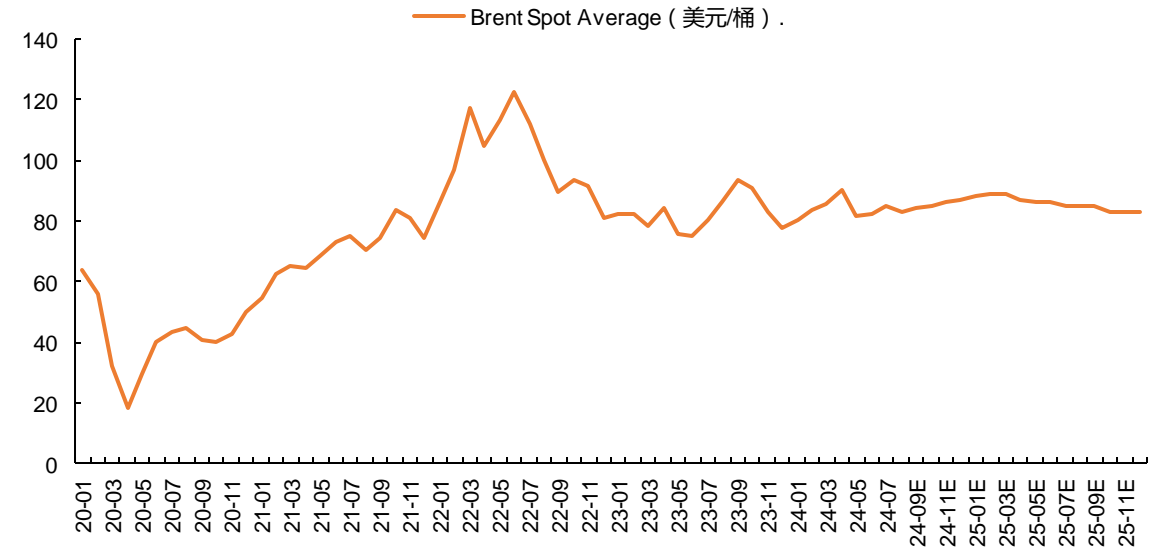
资料来源：Wind，平安证券研究所



核心观点：短期消费旺季库存去化，金九银十油价有望小幅冲高

- **国际油价展望：** EIA(美国能源信息署)预计原油价格将在2024年下半年仍呈现上涨态势，7月布伦特原油现货价格收于81.6美元/桶，预期8月均价为85美元/桶，到今年年底布伦特原油价格有望回到85-90美元/桶之间，2024年和2025年布伦特油价均值为86美元/桶和88美元/桶，较7月报预测同比下调2.2%和3.0%。
- **参考EIA预期，结合IEA、EIA和OPEC对原油供需的预测（详见下文），2024年下半年全球原油供需或仍偏紧、整体呈去库状态，且当前尚处汽油和航空煤油消费旺季，欧美等OECD国家商业原油呈持续去库态势，因此我们认为短期布伦特油价运行区间或位于75-90美元/桶的中高位波动，即将到来的金九银十消费旺季，油价仍有望小幅冲高；而2025年油价中枢或小幅下移，一方面是供应端，OPEC+220万桶/日自愿减产计划自今年9月底后逐渐退出、产量预期增加，且以美国为首的美洲国家维持增产预期，或将导致全球原油供应有较大增幅，另一方面需求端，欧美经济增长趋缓，中国经济修复不及预期，叠加LNG（液化天然气）重卡和电动汽车渗透率的不断提升将持续挤占汽油和柴油需求，因此2025年全球原油供应增量或超过需求增量，呈现一定累库，综上判断，2025年油价运行区间或同比下降5-10美元/桶。**

EIA预测的国际布伦特油价走势



资料来源：EIA，平安证券研究所

OPEC：减产执行率环比小幅下降，主要系沙特和伊朗等增产

- 据OPEC(石油输出国组织)数据，2024年7月，OPEC国家原油产量为2674.6万桶/日，较6月增加18.4万桶/日，**产量增加的主要是沙特阿拉伯、伊拉克和伊朗，其中沙特和伊拉克7月产量均超过配额量**；2024年7月，OPEC+产量为4090.7万桶/日，较上月增加11.7万桶/日，加蓬、伊拉克、沙特、阿联酋、哈萨克斯坦、阿曼和俄罗斯仍存在超产，**整体减产执行率相较上月欠佳**。根据2024年6月OPEC+部长级会议，8个OPEC+成员国合计220万桶/日自愿减产将于今年9月底逐渐退出，并确定2025年OPEC+原油总产量目标调整为日均3972.5万桶，较2024年同比上调54.2万桶/日。

8个OPEC+成员国自愿减产将于2024年9月底后逐渐退出

单位：千桶/日	2023.11-2024.9 自愿减产量	2024年1月-9月 配额量	自愿减产退出后 配额量	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	3075	3519
哈萨克斯坦	82	1468	1550	1628
阿曼	42	759	801	841
俄罗斯	500	8978	9478	9949
合计	2193	30416	32609	34529

OPEC+7月产量及减产执行情况

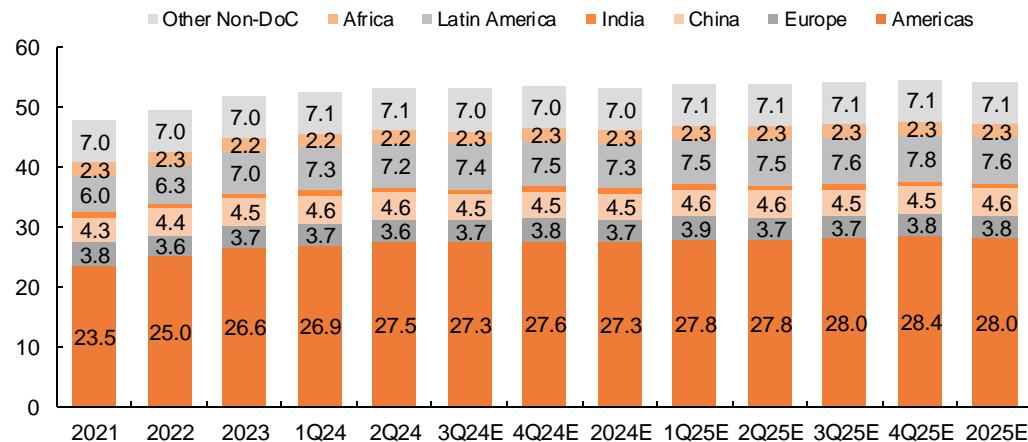
单位：千桶/日	2024年6月产量	2024年7月产量	月环比变动	配额量	6月减产执行率	7月减产执行率
阿尔及利亚	906	907	1	908	100.17%	100.11%
刚果	260	254	-6	277	106.54%	109.06%
赤道几内亚	54	57	3	70	129.63%	122.81%
加蓬	211	211	0	169	80.09%	80.09%
伊拉克	4194	4251	57	4000	95.37%	94.09%
科威特	2423	2415	-8	2413	99.59%	99.92%
尼日利亚	1369	1386	17	1500	109.53%	108.23%
沙特阿拉伯	8918	9015	97	8978	100.67%	99.59%
阿联酋	2936	2952	16	2912	99.18%	98.64%
OPEC 9国合计	21272	21448	176	21227	99.79%	98.97%
伊朗	3250	3271	21			
利比亚	1194	1175	-19			
委内瑞拉	845	852	7			
OPEC 12国合计	26562	26746	185	21227		--
阿塞拜疆	481	485	4	551	114.45%	113.61%
巴林	172	171	0	196	114.02%	114.32%
文莱	69	74	5	83	120.29%	112.16%
哈萨克斯坦	1579	1545	-34	1468	92.97%	95.02%
马来西亚	361	360	-2	401	110.94%	111.51%
墨西哥	1597	1590	-7	1753	109.77%	110.25%
阿曼	766	768	2	759	99.03%	98.83%
俄罗斯	9115	9089	-26	8978	98.50%	98.78%
苏丹	24	25	0	64	262.30%	258.06%
南苏丹	63	53	-10	124	196.83%	231.99%
Non-OPEC 合计	14229	14160	-68	14377	101.04%	101.53%
OPEC+合计	40790	40907	117	35604	87.29%	87.04%

资料来源：OPEC（石油输出国组织），平安证券研究所

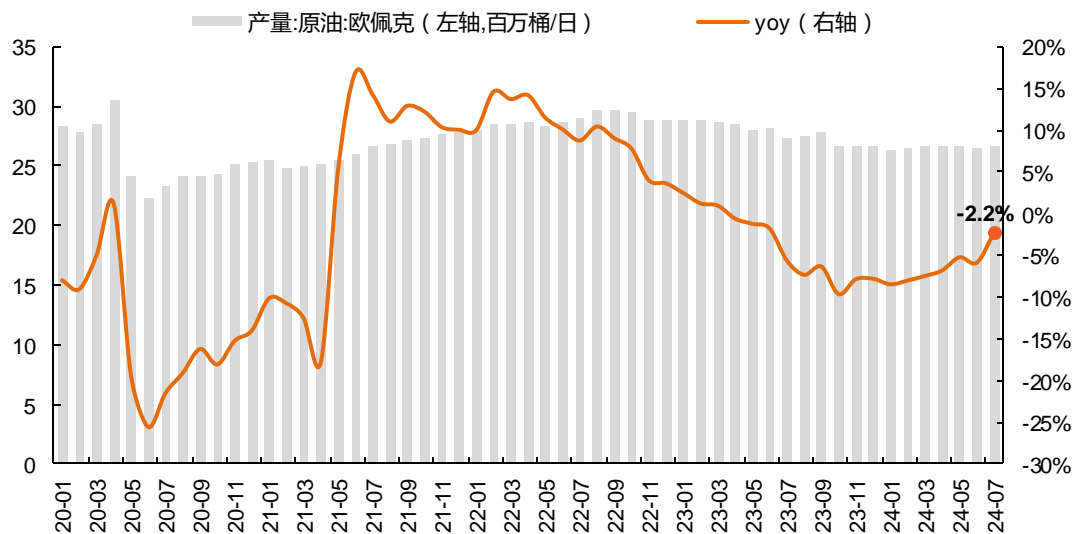
1.2 OPEC: Non-OPEC国逐步兑现减产，美洲增产或主导未来供应增量

- 据OPEC数据，2024年7月，Non-OPEC DoC国家原油产量为1416万桶/日，较6月环降6.8万桶/日，主要是超产国哈萨克斯坦、俄罗斯等国产量的下调，其中俄罗斯产量为908.9万桶/日，较上月减产2.6万桶/日，逐步兑现此前的减产承诺，其承诺对4月份以来的超产进行补偿性减产，补偿期将持续到2025年9月。
- 此外，据OPEC预计，2024年Non-DoC国家原油产量将同比增加约120万桶/日，与上月的评估相同，预计主要增长动力将来自美国、加拿大和巴西等美洲国家；并预测2025年Non-DoC国家原油供应同比增量将在110万桶/日。

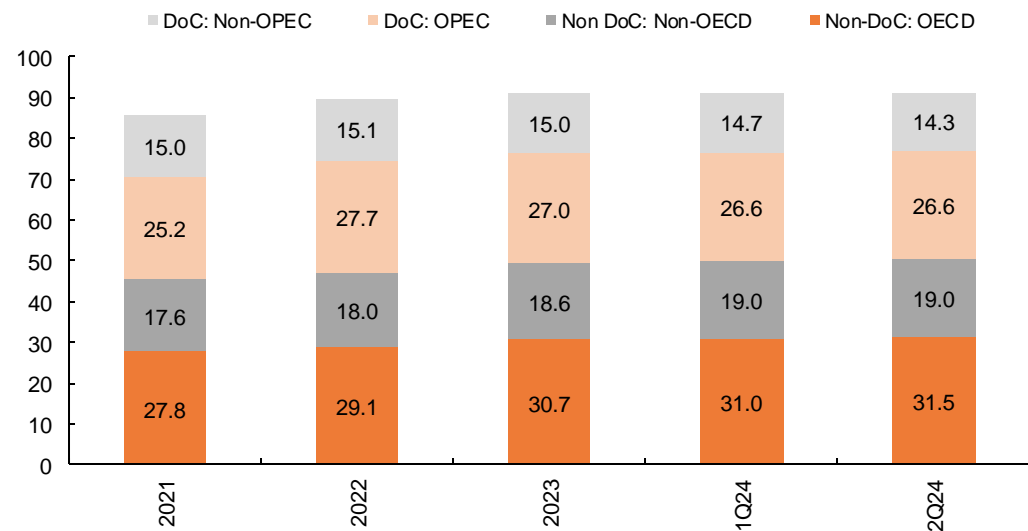
全球主要Non-DoC产油地区原油产量（百万桶/日）



OPEC国家原油月度日均产量



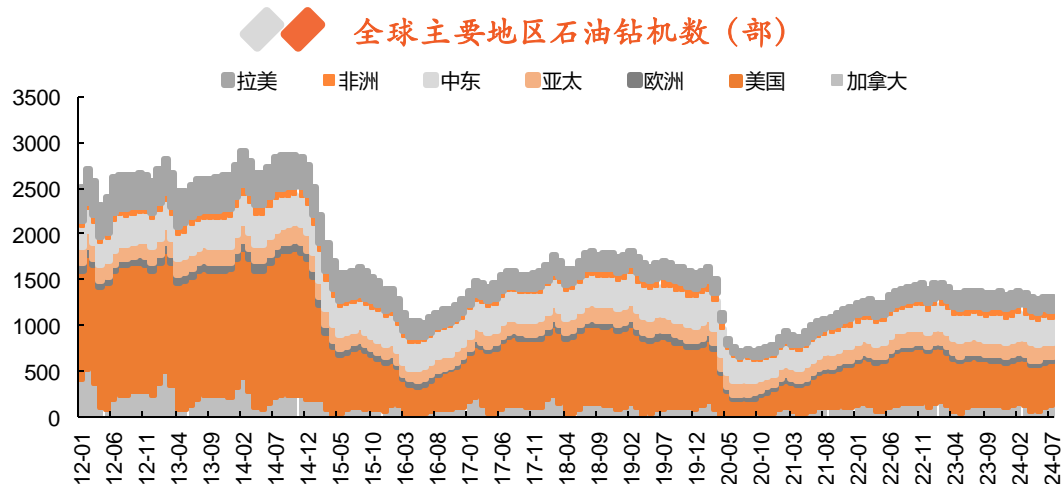
DoC及非DoC国家原油产量情况（百万桶/日）



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

1.3 OPEC: 全球石油钻机数继续减少, 美国新钻井和库存井数持续下降

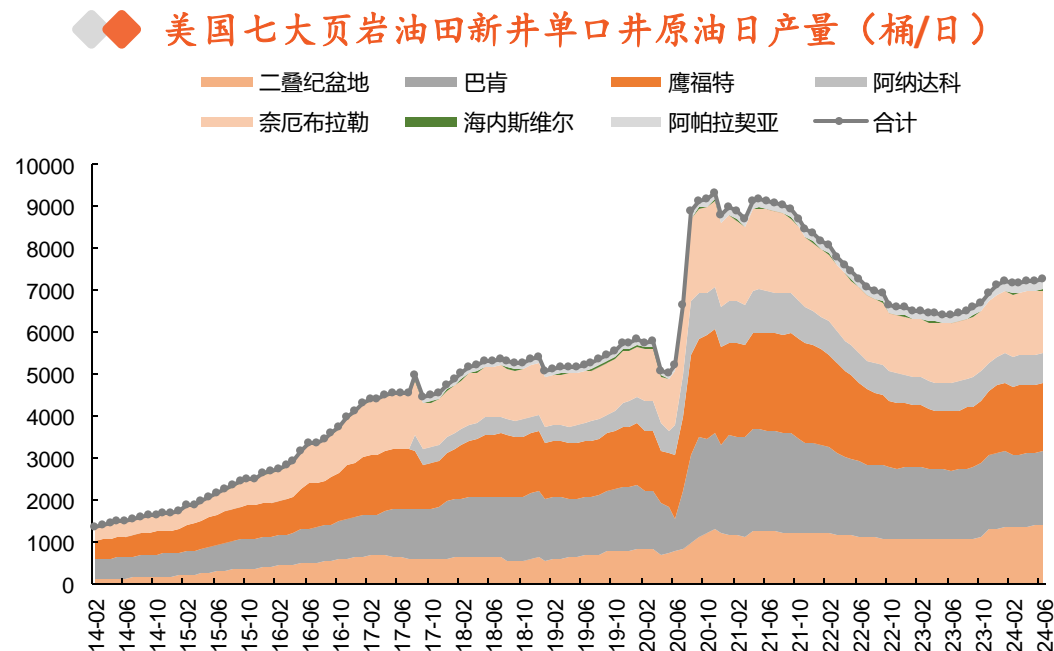
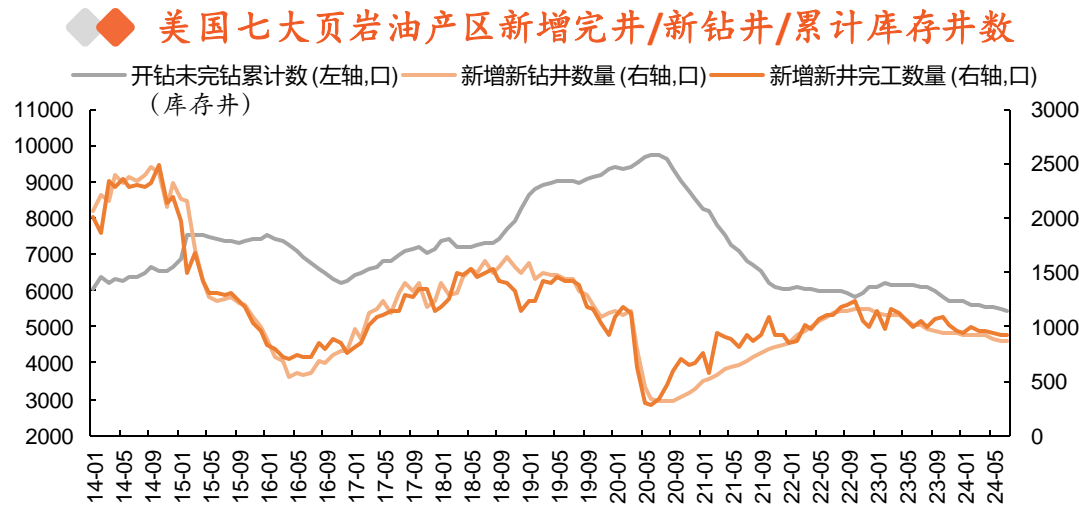
- 据OPEC数据, 2024年7月全球钻机总数1784台、较2024年6月增加5台 (其中石油钻机数1421台、环减14台), 分国别看, 美国 (-3台)、加拿大 (+31台)、亚洲 (-22台)、拉美 (-7台)、非洲 (不变)、非OPEC中东 (+4台)、欧洲 (-1台)、OPEC (+2台)。
- 据Wind, 2024年7月美国新钻井数875口、环减2口, 新增完井数918口、环减2口, 库存井5436口、环减43口, 整体继续呈联动下降趋势。



2024年6月和7月全球主要地区总钻机数 (部)

单位-部	美国	加南大	墨西哥	OECD欧洲	OECD亚太	其他亚洲	拉美	中东	非洲	OPEC	合计
2024.6	589	162	49	64	25	219	107	61	47	445	1779
2024.7	586	193	50	63	26	196	100	65	47	447	1784
2024.7											
环减量	-3	31	1	-1	1	-23	-7	4	0	2	5

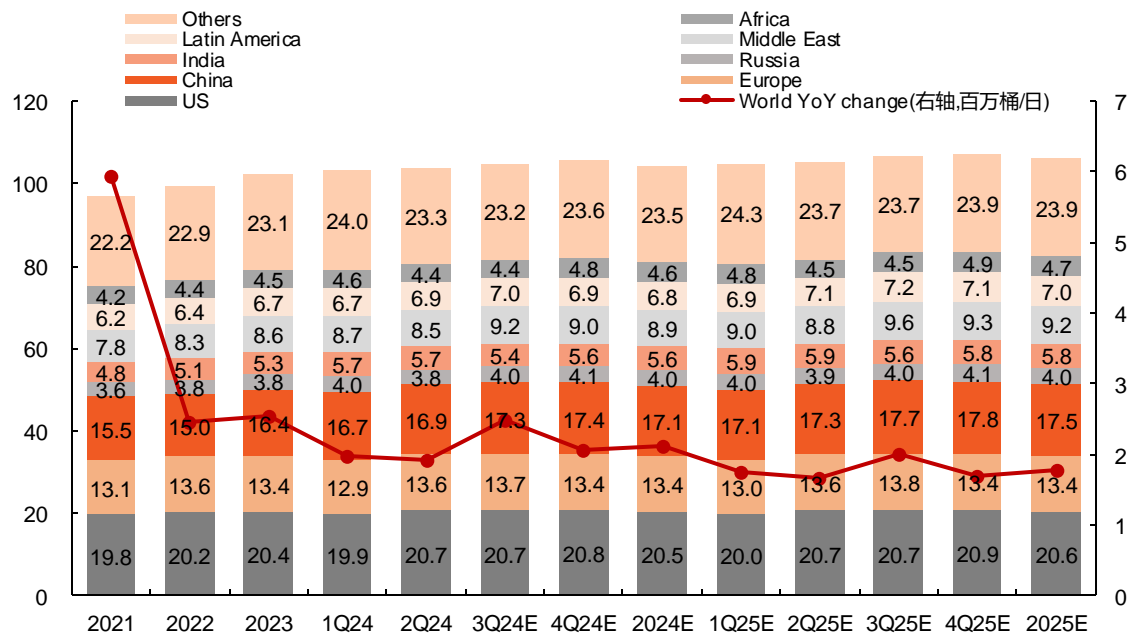
资料来源: OPEC, Wind, ifind, 平安证券研究所



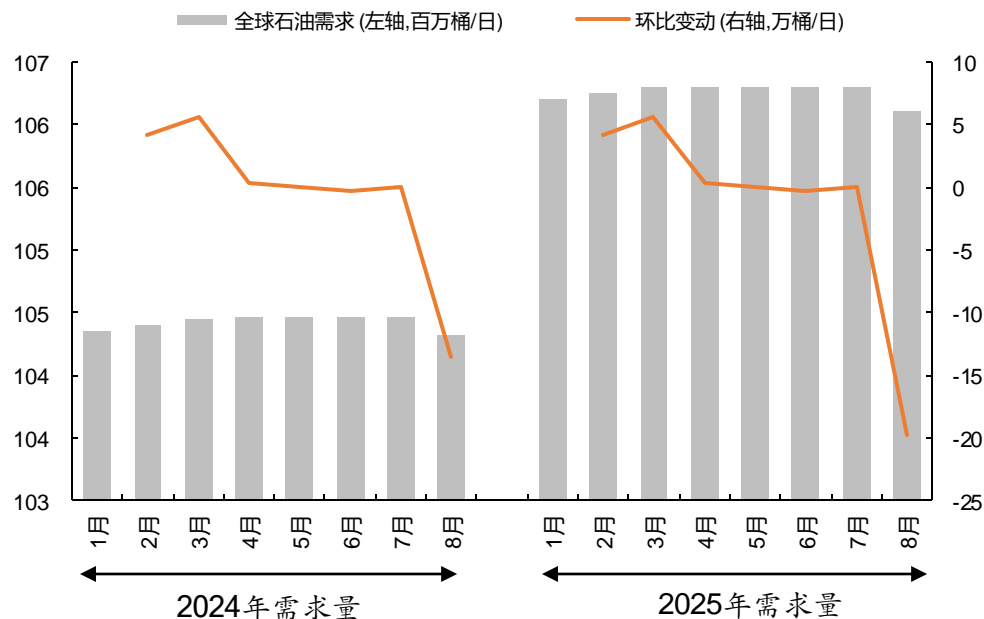
1.4 OPEC: 首次下调2024年和2025年全球石油需求预期

- OPEC今年以来首次下调2024年和2025年石油需求预期。**在最新月报中，OPEC预计2024年全球石油需求量为104.32百万桶/日（较上月报下调13.45万桶/日），同比增加211万桶/日，增量主要来自旅行复苏对航空煤油需求的增加和公路运输量的上行，以及中国石化产能持续增加带来的液化石油气、石油脑的强劲需求，但是地产行业相对疲软和液化天然气卡车、电动汽车的日益普及导致柴油和汽油需求表现不佳，OPEC预计2024年中国石化产品需求同比增加约70万桶/日。OPEC预计2025年全球石油需求量为106.11百万桶/日（较上月报下调19.75万桶/日），同比增加1.78百万桶/日（较上月报下调6.30万桶/日），主要是修正24Q1和24Q2实际需求数据和对中国石油需求增长预期减弱后的结果。同时，OPEC预计2024年和2025年世界经济增长分别为2.9%和2.9%，与上个月的评估结果持平。

主要国家石油需求量情况 (百万桶/日)



OPEC2024年1-8月报对2024和2025年全球石油需求预测

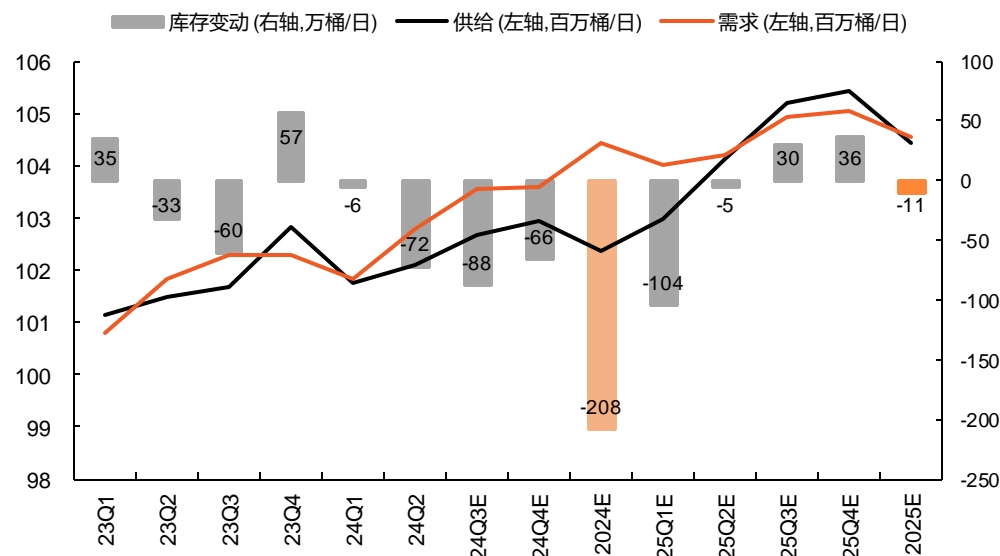


资料来源：OPEC，平安证券研究所，注：图1除全球需求同比变动为右轴，其余均为左轴，单位为百万桶/日

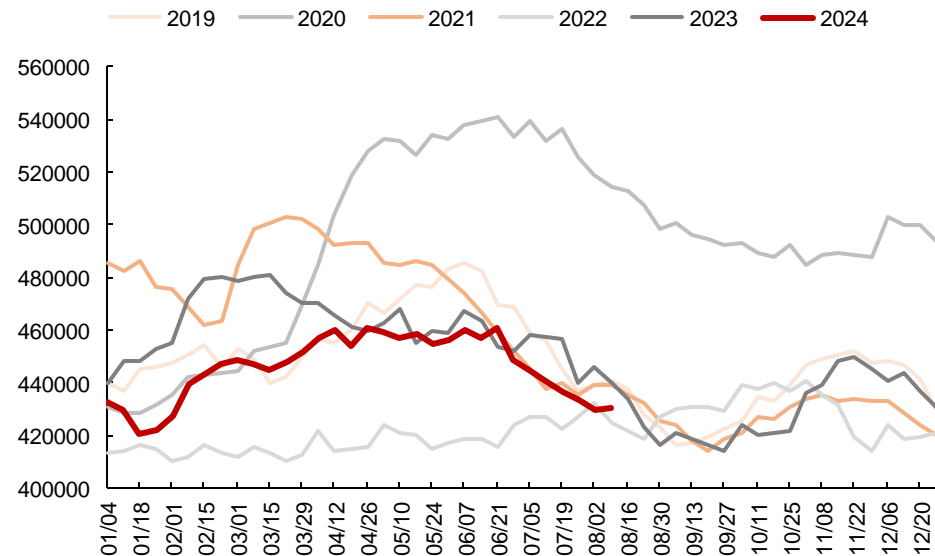
2.1 EIA：小幅扩大2024年供需差，维持2025年供过于求预期

- 据EIA（美国能源信息署）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-88万桶/日和-66万桶/日，较7月预测的-82和-61万桶/日有所扩大；2025年供需差为11万桶/日，较上月预测的8万桶/日小幅扩大。OECD商业原油库存持续走低，据EIA数据，截至7月底，OECD国家商业原油及石油产品库存为2753百万桶，较6月底减少7百万桶，据EIA预计，截至2024年底将降至2685百万桶，其中美国商业原油及石油产品库存为1267百万桶，较6月减少2百万桶，截至2024年底将降至1233百万桶。
- EIA预计2024年下半年全球原油及相关液体燃料将持续去库状态，平均减少约80万桶/日，并在2025Q1进一步去库104万桶/日，但是在2024年第四季度OPEC+自愿减产协议到期后，市场将逐步在2025年中期后恢复适度的库存建设，2025年下半年全球原油产量增长将开始超过需求增长，库存将平均增加约30万桶/日。

◆ EIA测算的全球原油供需结构



◆ 美国原油库存走势 (千桶)

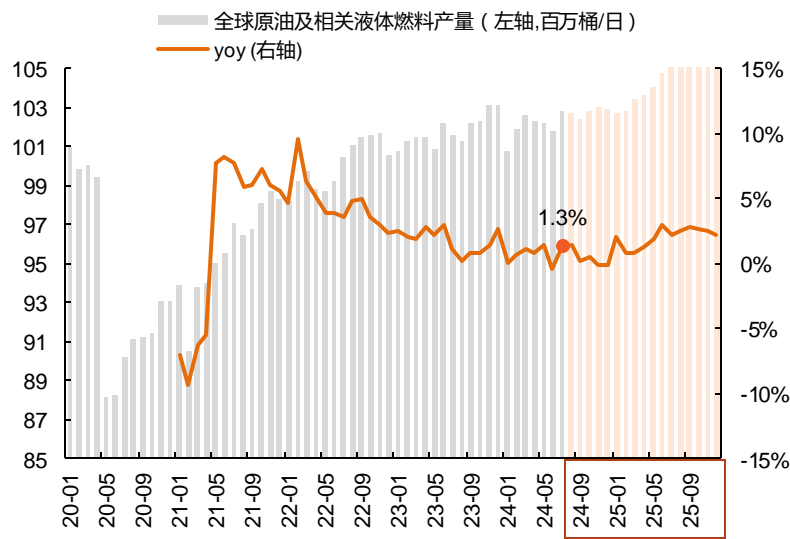


资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所

2.2 EIA: OPEC+ 自愿减产渐取消后，预期2025年同比增产超70万桶/日

- 据EIA，2024年7月全球原油及相关液体燃料产量为102.85百万桶/日，环增109.7万桶/日，同增129.5万桶/日，其中OPEC国原油产量为26.68百万桶/日，环增44.0万桶/日，同增39.0万桶/日；美国原油产量13.33百万桶/日，环增13.9万桶/日，同增39.0万桶/日。
- 尽管OPEC+减产限制了全球原油产量增长，但以美国为主导的OPEC+以外地区产量增长将保持强劲。EIA最新月报预计，2024年全球原油及相关液体燃料产量为102.36百万桶/日（较上月报小幅下调7万桶/日），同比增加57万桶/日，虽然OPEC+国家因减产计划同比减少了约130万桶/日，但OPEC+以外国家同比增加了约187万桶/日，其中美国、加拿大、圭亚那、巴西的增长居首。EIA预计2025年全球原油产量为104.44百万桶/日（较上月报下调16万桶/日，主要是下调了美国产量预期12万桶/日），同比增加208万桶/日，OPEC+自愿减产逐渐退出后，2025年OPEC+产量预计将同比增加超70万桶/日。

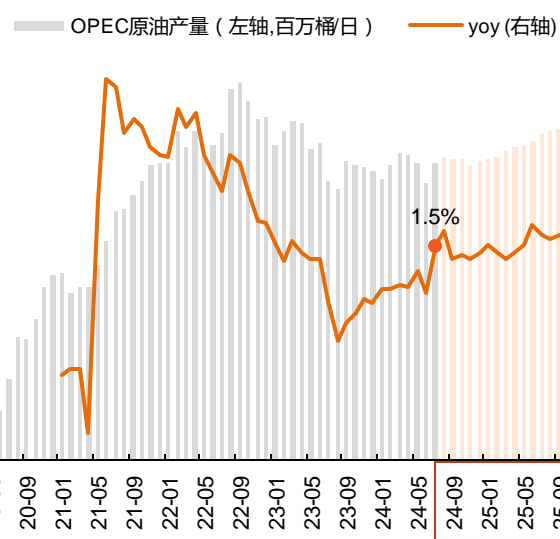
全球原油及相关液体燃料产量及yoy



资料来源：EIA，平安证券研究所

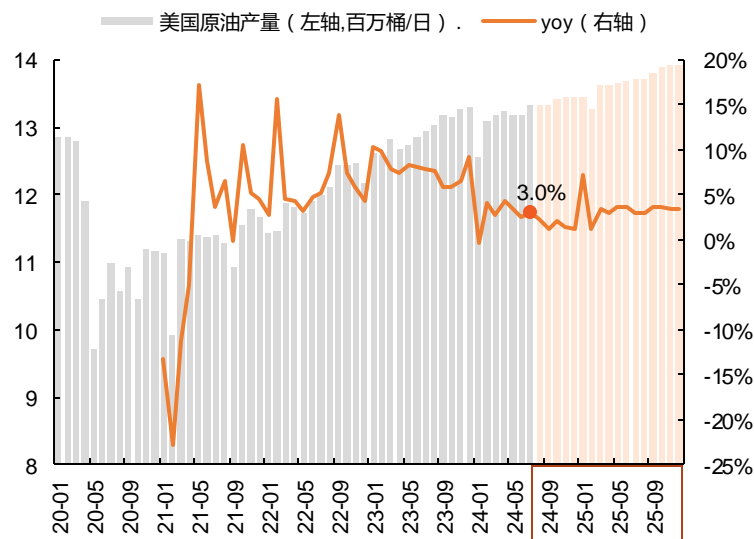
EIA预测值

OPEC原油产量及yoy



EIA预测值

美国原油产量及yoy

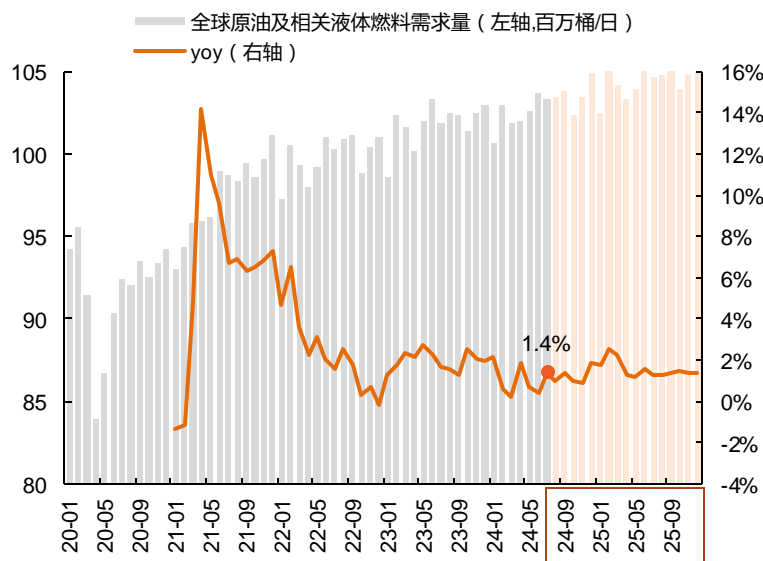


EIA预测值

2.3 EIA：小幅上调2024年需求预期，下调2025年需求预期

- 据EIA数据，2024年7月全球原油及相关液体燃料需求量为103.35百万桶/日，环降36.3万桶/日，同增142.6万桶/日。其中，美国原油需求量为20.74百万桶/日，环降3.86万桶/日，同增61.64万桶/日；中国原油需求量为16.20百万桶/日，环增2.11万桶/日，同增25.13万桶/日；欧洲原油需求量为13.71百万桶/日，环增11.89万桶/日，同增4.72万桶/日。
- 据EIA最新月报预测，2024年全球原油及相关液体燃料需求量为102.94百万桶/日（较上月报上调3万桶/日），同比增加114万桶/日，24Q3和24Q4分别同比增加128万桶/日和131万桶/日，旅行的增加带动航空燃油需求上行显著；2025年需求量为104.55百万桶/日（较上月报下调13万桶/日），同比增加161万桶/天，EIA下调2025年需求量预期的主要原因是认为中国经济增长放缓、炼油厂开工下行，将继续降低柴油消费，目前预计2024年和2025年中国的石油和液体燃料消费量将增加约28和32万桶/天（yoy为1.74%和1.96%）。

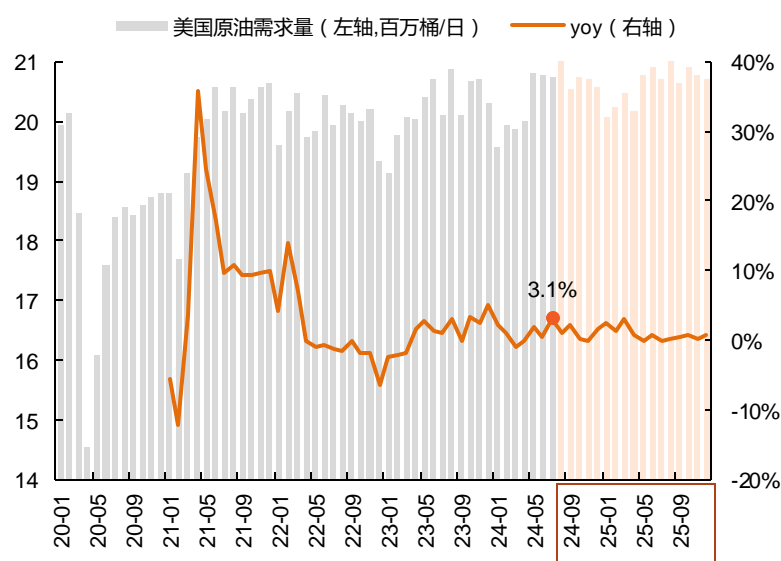
全球原油及相关液体需求



资料来源：EIA，平安证券研究所

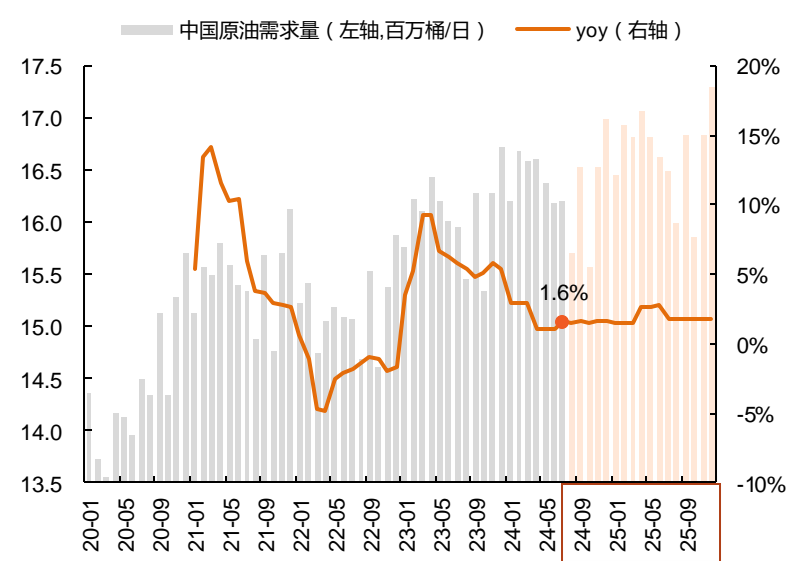
EIA预测值

美国原油需求及yoy



EIA预测值

中国原油需求及yoy

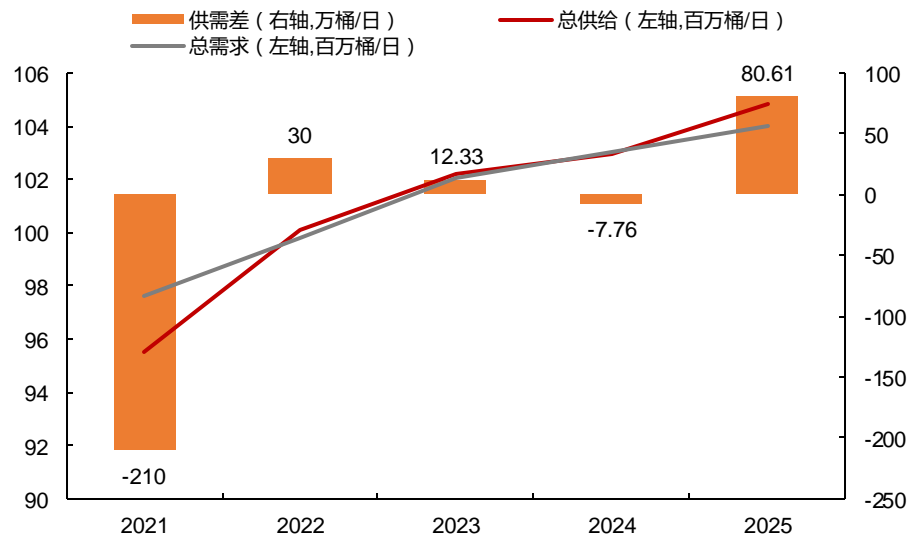


EIA预测值

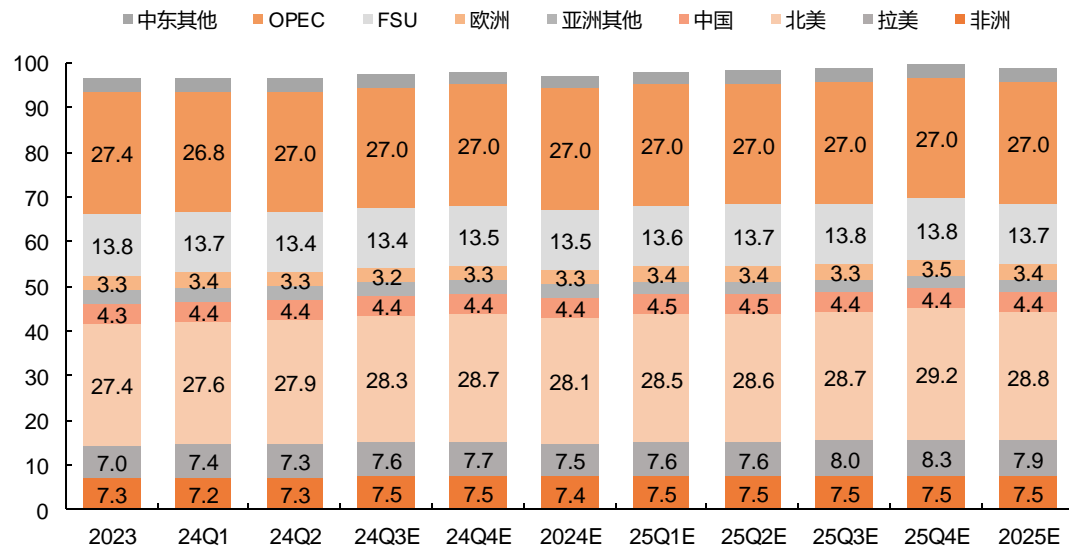
3.1 IEA：小幅上调2024年原油供应，预计2025年呈现供过于求

- 供给端，据IEA（国际能源署）2024年8月最新预计，2024全球原油供给为10298.51万桶/日，同比增加77.29万桶/日，较上月预测值上调8.07万桶/日；2025年全球原油供给为10484.75万桶/日，同比增加186.24万桶/日。IEA预计2024年和2025年非欧佩克+产量均将增加约150万桶/日（主要来自美国、巴西、圭亚那等美洲国家），2024年OPEC+的产量预计同比减少76万桶/日，220万桶/日自愿减产计划逐步取消后，2025年OPEC+产量将同比增加40万桶/日。
- 库存端，IEA最新预测2024Q3全球原油库存减少59.68万桶/日，北美出行旺季促进三季度欧美原油和成品油库存去化；同时，IEA预计2024年全年全球原油库存将减少7.76万桶/日，较上月预测值上调21.78万桶/日（即上月预期2024年库存减少29.54万桶/日）；同时预计2025年全球原油库存将增加80.61万桶/日，供给增量或将超过需求增量。

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)

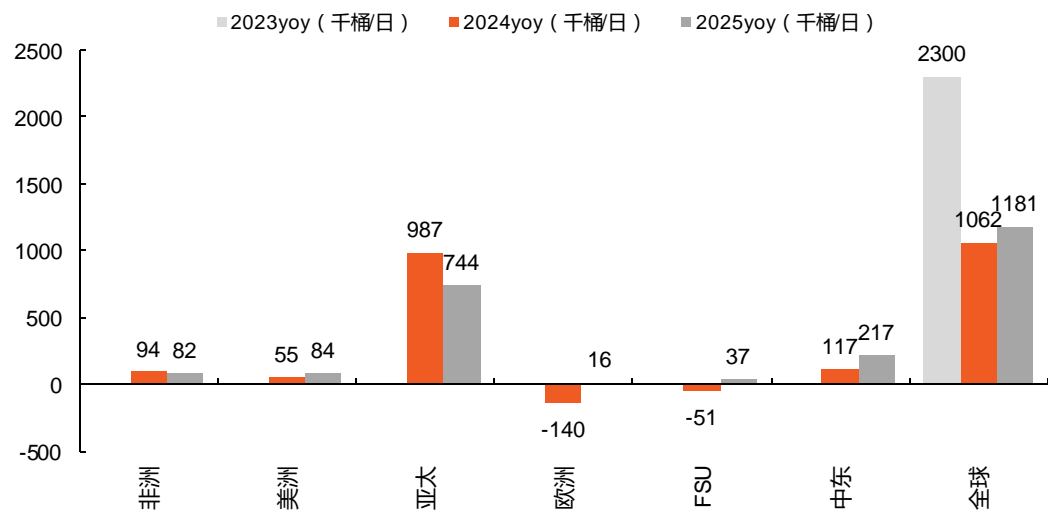


资料来源：IEA，平安证券研究所，注：左图数据为IEA 2024年8月预测

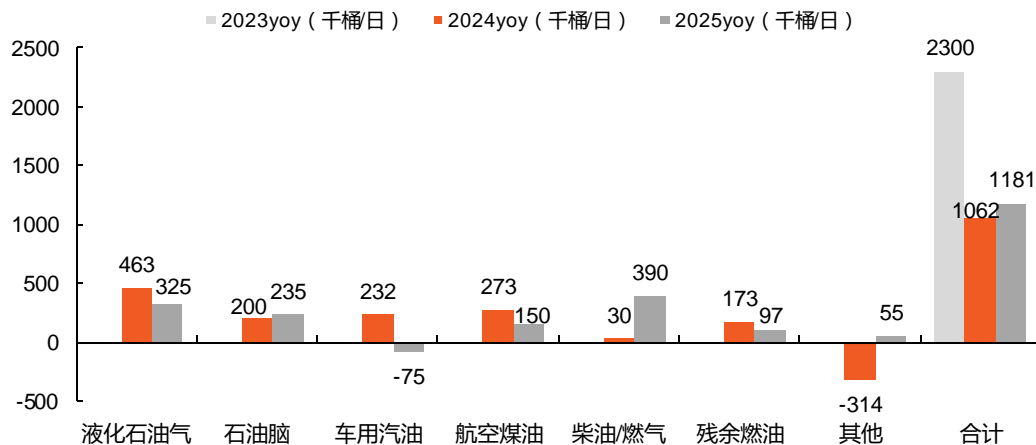
3.2 IEA：预测2024年OECD需求下降，石化原料贡献主要增量

- 需求端，据IEA预计（2024年5月报），2024全球原油需求为10315.5万桶/日，同增106.2万桶/日，较上月报小幅下调；2025年全球原油需求为10433.6万桶/日，同增118.1万桶/日。IEA认为2024年OECD国家原油需求将下降，而中国等非OECD国家需求相对有弹性，但是中国的增长可能放缓，亚洲其他国家、非洲、中东经济回暖或将贡献需求增量。从下游成品油来看，石化原料正在重新占据主导地位，IEA预计将占2024和2025年需求增量的40%左右，车用汽油和航空煤油将为2024年贡献约232千桶/日和273千桶/日的增长。

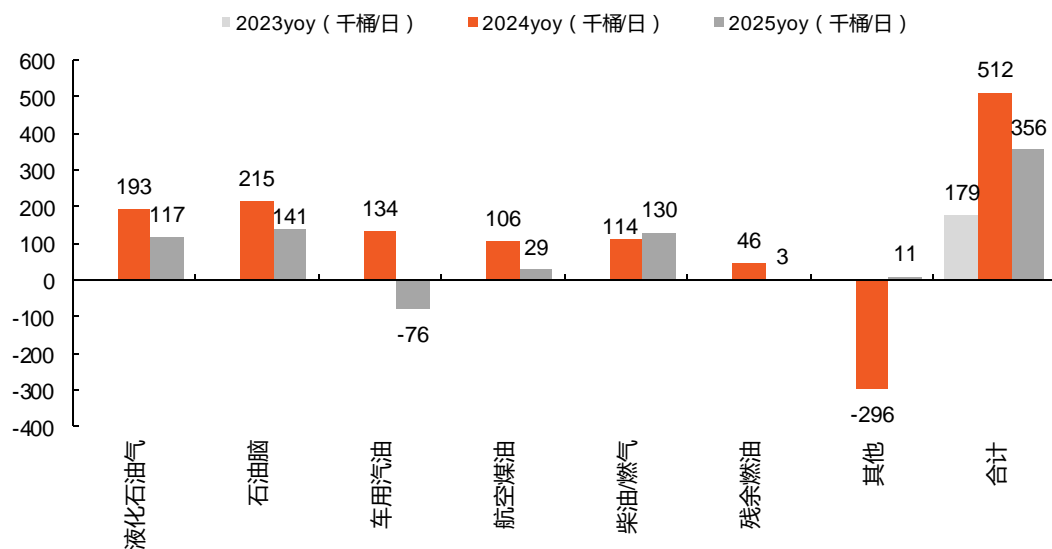
◆ IEA预测的全球各地区原油需求变动



◆ IEA预测的全球各成品油需求变动



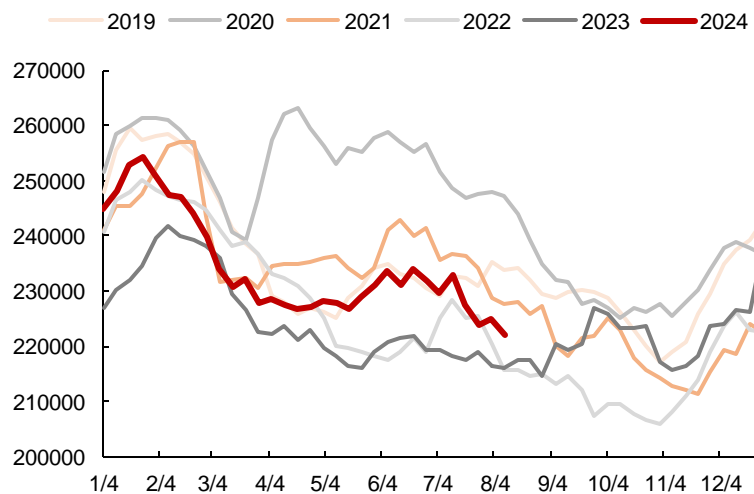
◆ IEA预测的中国原油需求变动



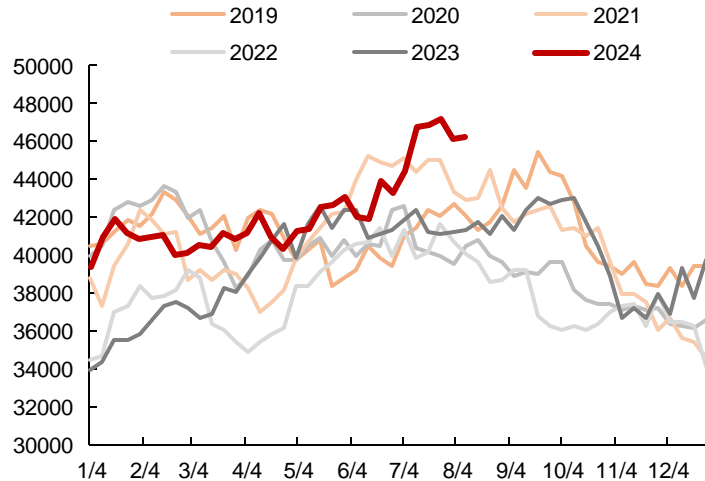
资料来源：IEA，平安证券研究所，注：上述数据来自IEA可下载的2024年5月报

4.1 美国原油及成品油动态数据

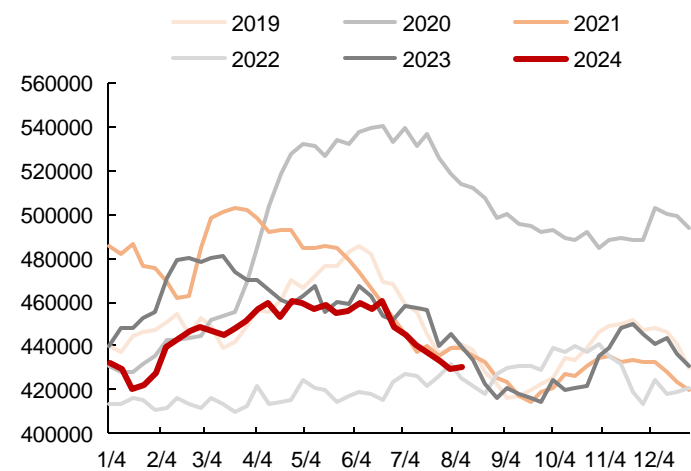
美国汽油库存 (千桶)



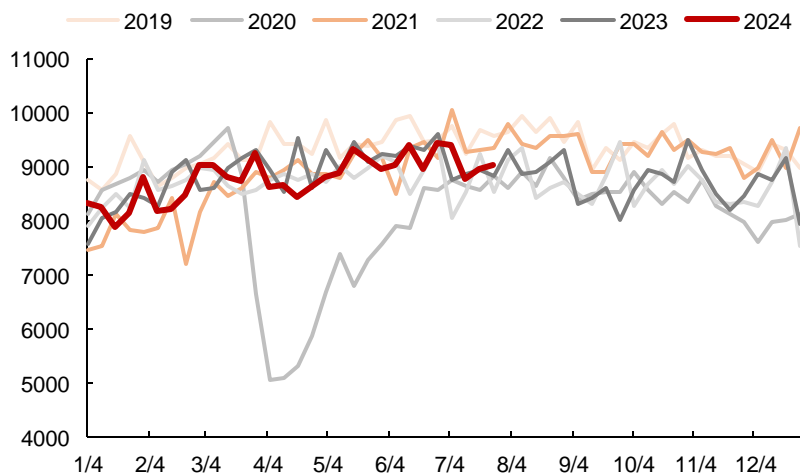
美国航空煤油库存 (千桶)



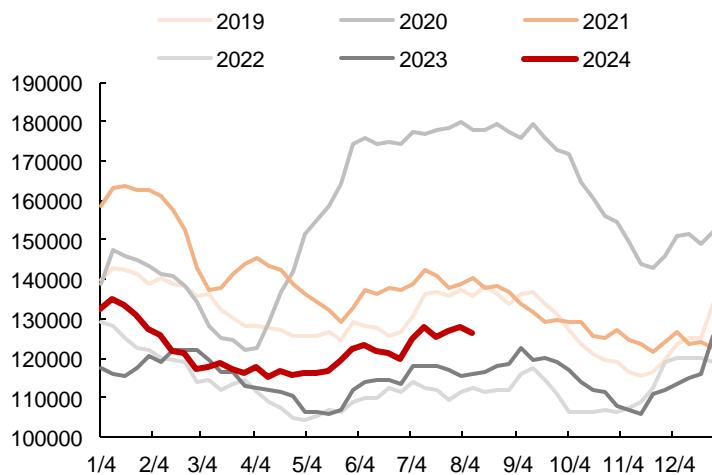
美国商业原油库存 (千桶)



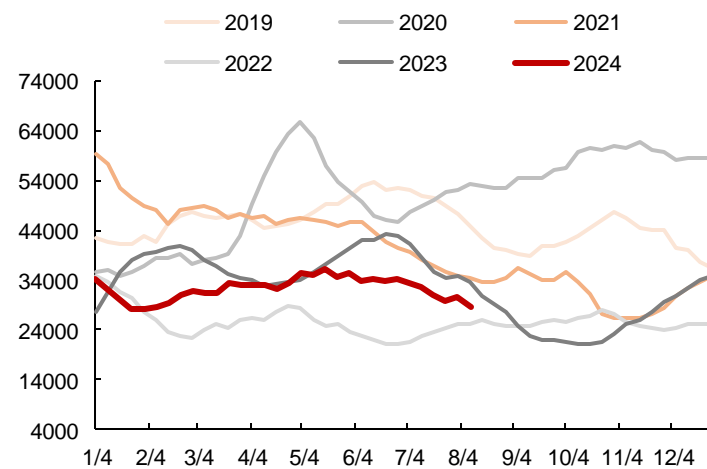
美国汽油日需求量 (千桶/日)



美国馏分燃料油库存 (千桶)



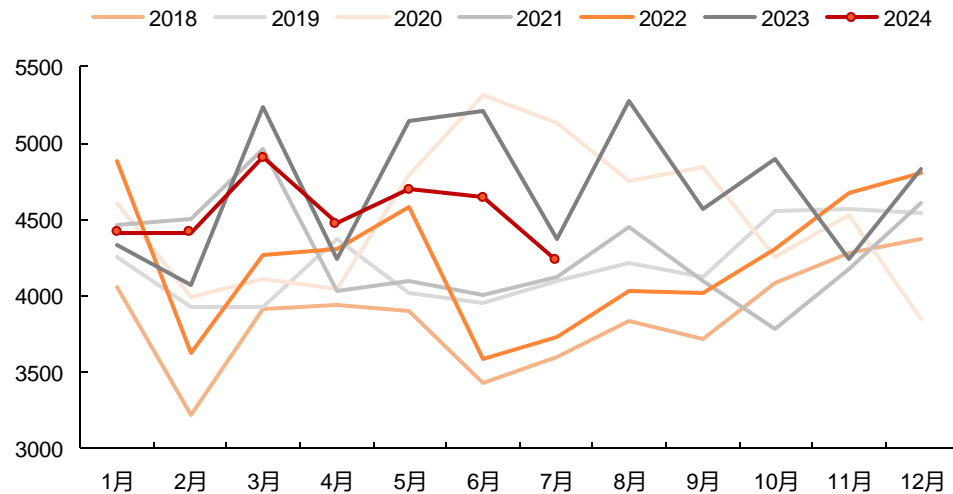
美国库欣原油库存 (千桶)



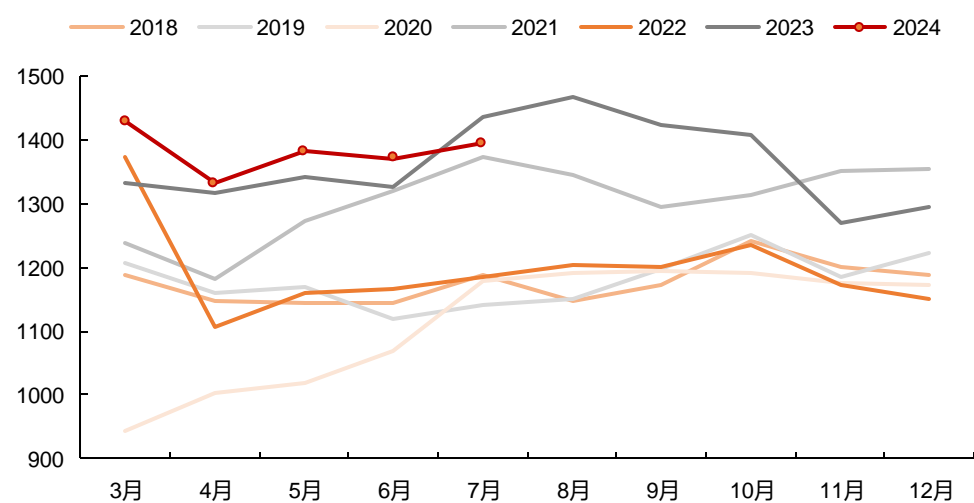
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 中国原油及成品油动态数据

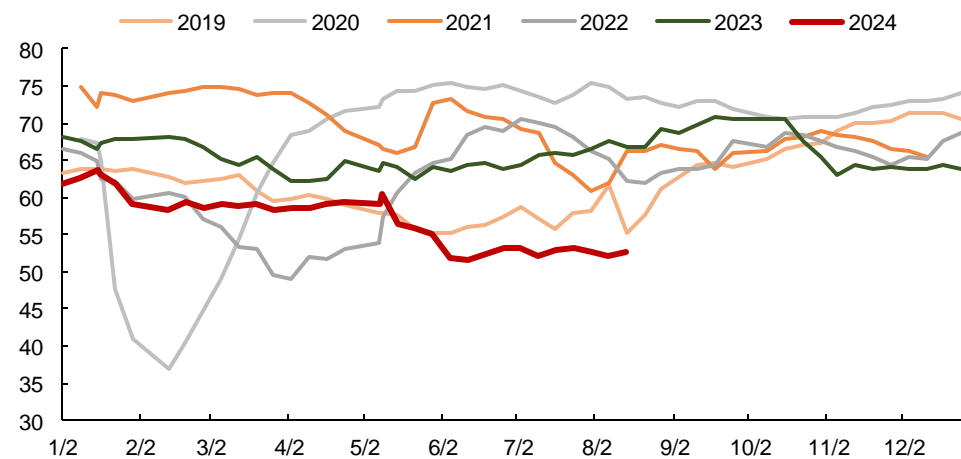
中国原油当月进口量 (万吨)



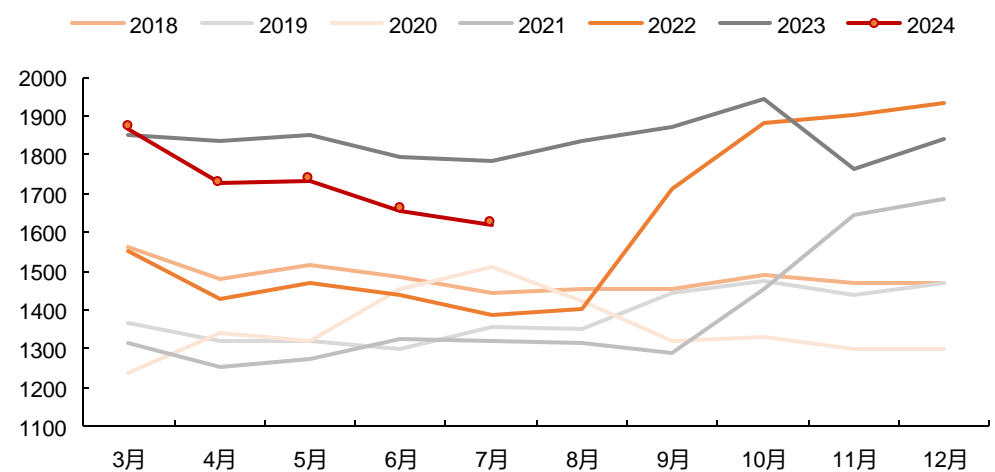
中国汽油月产量 (万吨)



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

- 我们认为短期旅游出行尚处旺季，汽油和航空煤油需求增加，原油供需相对偏紧，且地缘冲突仍在延续，油价支撑尚显强劲，短期布伦特油价或位于75-90美元/桶的中高位波动；但2025年受OPEC+自愿减产计划逐步退出和美国等美洲国家增产导致的供应增量提升，加上欧美等国经济增长趋缓，LNG重卡和电动汽车日益普及对汽柴油需求的挤占，或导致2025年全球原油需求增量不及供给增量，但在OPEC+主要产油国平衡财政收支的高油价诉求和美国页岩油相对高开发成本支撑下，国际原油价格下方空间相对有限，我们预计2025年布伦特油价或同比下降5-10美元/桶。
- 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，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。

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。