

石油石化

2025 年原油市场展望

2024 年原油市场回顾

截止目前 2024 年 Brent 原油价格几乎在 70-90 美金/桶区间波动，油价中枢为 80 美金。全年基本面数据比较均衡，但库存出现分化，原油库存持续下降、成品油库存持续上升、成品油裂解价差低迷。主导油价波动的因素是需求预期和地缘扰动。

2025 年需求展望：中国弱现实有望改善，美国弱预期不断推后

中国 2024H1 柴油及石脑油加工同比下滑，IEA 也大幅下修对中国增长预期，但柴油和石脑油面临的是比价替代问题，若油价回落，替代趋势或会放缓。美国经济数据一度令人担心，但随服务业的边际改善，市场担忧开始变得没那么严重。IEA 认为新的需求增长点或在亚太其他国家（非 OECD 除中国），预计在 2030 年前每年增加约 43 万桶/天，超出中国的增长贡献，但考虑其需求体量及经济增长结构，我们认为或很难复制中国过去 20 年的表现。

供给展望：随着 OPEC 增产落地，页岩油重新成为边际供给

非 OPEC+ 国家常规油（不含美国）产量预计 2025 年同比+80 万桶/天。其中主要是海上贡献增量持续稳定释放。OPEC+ 之前实施的 220 万桶/日“自愿减产”计划预计将从 2024/12/1 开始逐步取消。2025 年预计 OPEC+（剔除俄罗斯）将恢复产量 110 万桶/天。地缘方面，伊朗的尾部风险仍然存在，地缘冲突仍然持续扰动市场；此外美国大选的结果对短期的油价或有扰动。

在 2025 年供需较为平衡或宽松的格局下或再度扮演市场平衡者角色。

油价展望：给与 2025 年中枢预测 70 美金（WTI）/75 美金（Brent）

我们在对 2025 年油价中枢做预测时，考虑两个因素：

- 供应成本边际：**2022-2024 年地缘造成的缺口，以及 OPEC 主动减产造成的缺口，使得油价可以显著超出页岩油的平衡点，使得页岩油可以享受良好的自由现金流，实现产量明显的扩张。到 2025 年，随着供需缺口趋于转向平衡或宽松局面，页岩油或再度扮演市场平衡者的角色。根据前述对页岩油的分析，页岩油边际平衡点在 62~70 美金（WTI）。
- 需求替代边际：**因为 2023 年以来的油价显著高于气价和煤价，造成了重卡领域对柴油的替代，和烯烃领域对石脑油的替代。根据前述需求部分的分析，重卡替代平价对应的油价区间在 70~115 美金/桶，油价 70 美金向下有助于减缓替代。

风险提示：1) 美国大选的不确定性；2) 替代能源价格的不确定性；3) 宏观经济的不确定性；4) OPEC 组织的不确定性。

证券研究报告

2024 年 10 月 25 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张樨樨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

姜美丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524090002
jiangmeidan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《石油石化-行业深度研究:美国数据中心需求电量增长，如何展望气价？》2024-10-10
- 《石油石化-行业专题研究:涤纶长丝价格持续上行，行业开启新周期》2024-06-19
- 《石油石化-行业深度研究:美国削减天然气，后续如何展望？》2024-06-06

内容目录

1. 2024 年原油市场回顾.....	4
2. 需求.....	4
2.1. 国别需求：中国弱现实有望改善，美国弱预期不断推后	4
2.1.1. 中国需求预期被大幅下修	5
2.1.2. 美国衰退预期迟迟未落地	5
2.1.3. 新的需求增长点在哪?	6
2.2. 品种需求：区别长期达峰问题，和短期替代问题	6
2.2.1. 汽油面临的是长期达峰问题	6
2.2.2. 柴油和石脑油面临的是比价替代问题	7
3. 供给.....	8
3.1. 常规油：尤其是海上增量，持续稳定释放	8
3.2. OPEC：2025 年将恢复产量	9
3.3. 页岩油：边际平衡点接近 70 美金	9
3.3.1. 美国页岩油进入财政纪律为特征的时代	9
3.3.2. 页岩油盈亏平衡点上移	10
3.4. 地缘因素：伊朗的尾部风险仍然存在	12
3.4.1. 中东地缘冲突将持续扰动市场	12
3.4.2. 美国大选的潜在影响	12
4. 油价 2025 年展望	13
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：2024 年度原油市场行情回顾（单位：美元/桶）	4
图 2：中国原油需求增长预测被大幅下修（单位：百万桶/天）	5
图 3：中国在 2013-2023 年原油需求增长主要动力（百万桶/天）	5
图 4：中国汽油表观需求（万吨）	5
图 5：中国柴油表观需求（万吨）	5
图 6：美国制造业和非制造业 PMI	5
图 7：美国汽油表观需求（千桶/天）	6
图 8：美国柴油表观需求（千桶/天）	6
图 9：新能源车保有量渗透率测算（单位：辆）	6
图 10：主要能源品种热值价格比较（单位：\$/mmbtu）	7
图 11：中国 LNG 重卡销量（单位：辆）	7
图 12：中国 LNG 重卡替代平价，对应油价区间（美元/桶）	7
图 13：中国 CTO 替代平价，对应油价区间（美元/桶）	7
图 14：非 OPEC+ 常规新油田投产产能(kb/d)	8
图 15：非 OPEC+ 常规石油 2025 年实际产量增长预计（百万桶/天）	8
图 16：巴西项目产能投产计划（kb/d）	8

图 17: 圭亚那油气产量规划(Mb/d)	8
图 18: OPEC+逐步退出减产计划带来的增产幅度 (kb/d)	9
图 19: OPEC 减产政策退出计划	9
图 20: 产品生命周期与美国原油市场阶段的比较	10
图 21: 油气公司破产数量累计和增量数据	10
图 22: 勘探生产资本支出、自由现金流、股息和股票回购	10
图 23: 2023 年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价	10
图 24: 2024 年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价	10
图 25: 历年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价 (美元/桶)	11
图 26: 2023 年全球主要油公司盈亏平衡油价测算 (美元/桶)	11
图 27: 西方石油: 油价压力测试	11
图 28: 马拉松石油: 油价压力测试	11
图 29: 戴文能源 DVN: 油价压力测试	11
图 30: EOG: 油价压力测试	11
图 31: FANG: 油价压力测试	12
图 32: 伊朗的原油产量	12
图 33: 伊朗原油出口数据 (kb/d)	12
图 34: 川普 or 哈里斯对能源影响	13
图 35: 民主党 vs. 共和党执政期间, 页岩油气产量及 CAGR 增速比较 (左轴: 页岩油产量, mmb/d; 右轴: 页岩气产量, bcf/d)	13

1. 2024 年原油市场回顾

截止 2024/10/18，2024 年全年 Brent 原油价格几乎在 70-90 美金/桶区间波动。

2024/1/1-4/5，Brent 上涨 20%，WTI 上涨 23%，主要驱动因素是供给端美国寒潮极端天气（当周产量下滑最长达 100 万桶/天）、OPEC 再次延长减产计划（3 月初 opec+ 同意将每日 220 万桶/日的自愿减产措施，再延长一个季度至 6 月底），叠加地缘冲突的升温的催化（巴以冲突引发伊以冲突的担忧，3 月乌克兰频繁袭击俄罗斯炼厂），油价攀升至年内最高价。

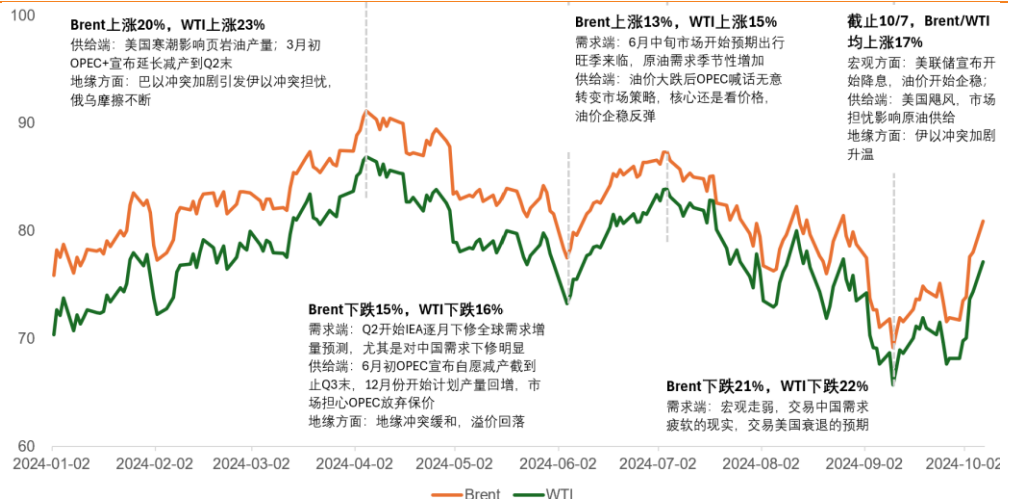
2024/4/6-6/4，Brent/WTI 分别下跌 15%/16%。主要交易需求疲软，4 月初主流能源机构开始下修全球原油需求增量预期（IEA4 月报将需求增量从 140 万桶下修到 120 万桶/天，下修了 20 万桶/天，随后 5-6 月月报分别再次逐步下修 10 万桶/天；EIA4 月报直接下修 48 万桶/天，引发市场对需求的担忧），尤其是对中国需求下修明显。供给端方面受 OPEC 会议干扰（6 月初 OPEC 宣布自愿减产截止到 Q3 末，8 个 OPEC+ 关键成员国 2024 年 10 月至 2025 年 9 月期间可以逐步退出 220 万桶/日的减产计划，同时提高阿联酋官方产量配额 30 万桶/日），市场担心 OPEC 放弃保价策略，争取市场份额。此外地缘冲突也开始缓和（4 月 15 日伊朗表态不寻求加剧军事政治紧张局势），地缘溢价回落。

2024/6/5-7/4，OPEC 会议后油价大跌，沙特开始喊话无意转变市场策略，核心还是看价格，此外市场开始预期 7 月份出行旺季来临，原油需求季节性提升，油价企稳反弹，Brent/WTI 分别上涨 13%/15%。

2024/7/5-9/10，主要交易美国衰退预期（比如美国失业率数据创下近 3 年新高，触发了经济衰退的萨姆法则，市场担忧美国衰退）、以及中国需求疲弱的现实，油价加速下跌，Brent/WTI 分别下跌 21%/22%。

2024/9/10-至今，美联储宣布降息开始，油价企稳反弹，同时 10 月初在伊以冲突加剧的催化下，Brent/WTI 均上涨 17%。

图 1：2024 年度原油市场行情回顾（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，央广网等，天风证券研究所

2. 需求

2.1. 国别需求：中国弱现实有望改善，美国弱预期不断推后

2024 年以来全球石油需求增速较预期放缓，尤其是中国比较明显。2024 年以来，IEA 月报对于全球原油需求的预期从年初的 130 万桶/天下修到了最近预期 90 万桶/天。其中，大幅下修了中国增长预期，从约增加 70 万桶/天下修至仅增 18 万桶/天；美国需求预期从同比 -4 万桶/天上修到了 +7 万桶/天；此外小幅上修了印度、巴西的需求预期。

2.1.1. 中国需求预期被大幅下修

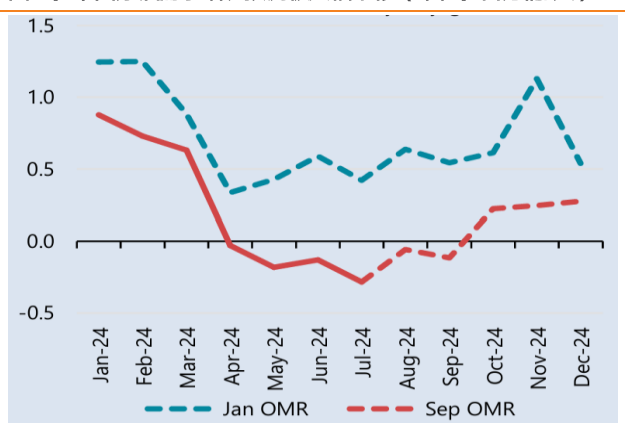
中国原油需求增长的停滞，对全球原油市场有深远影响。中国在 2000 年之后一直是全球原油需求增长的基石。过去十年（2013-2023 年），中国原油需求每年平均增加 60 万桶/天，占全球原油消费增长的 60%左右。

在 2023 年疫情之后恢复性增长了 150 万桶/天之后，2024 年根据 IEA 预期中国的需求增长将只有约 18 万桶/天。增速显著下降的原因包括，宏观经济因素、人口因素、地缘因素，以及其他能源品种的加速替代。

根据隆众石化数据，1-8 月份，中国汽油、柴油、航空煤油表观需求分别同比 +1.3%/-5.1%/+9.3%；其中 8 月份分别同比-4.4%/-6.7%/-2.9%，反映了出行需求疲软。根据 IEA 数据，上半年中国石脑油加工量同比-2%（对应-5 万桶/天），反映了化工需求疲软。

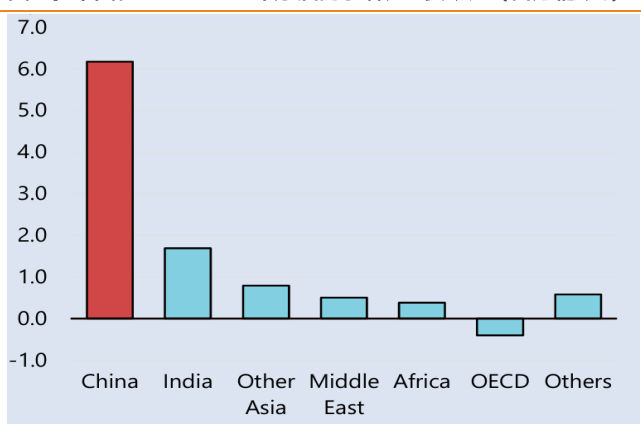
IEA 认为这可能标志着中国的石油消费达峰时间提前了，也使得全球原油需求增速下了一个台阶。对这个观点我们暂时持保留态度，在 2.2 部分将会进一步讨论。

图 2：中国原油需求增长预测被大幅下修（单位：百万桶/天）



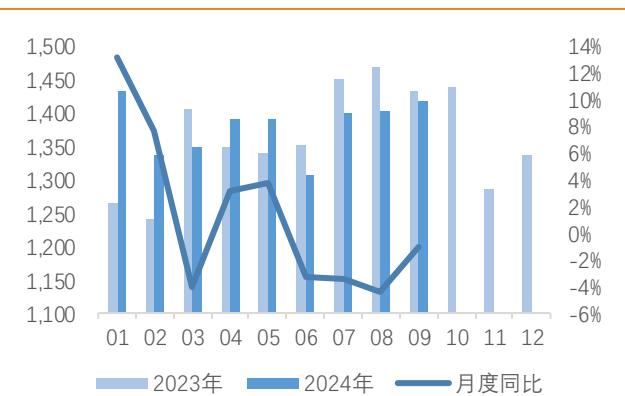
资料来源：IEA，天风证券研究所

图 3：中国在 2013-2023 年原油需求增长主要动力（百万桶/天）



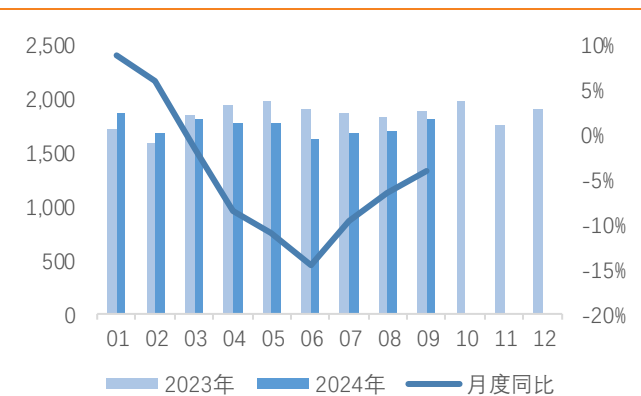
资料来源：IEA，天风证券研究所

图 4：中国汽油表观需求（万吨）



资料来源：隆众石化，天风证券研究所

图 5：中国柴油表观需求（万吨）



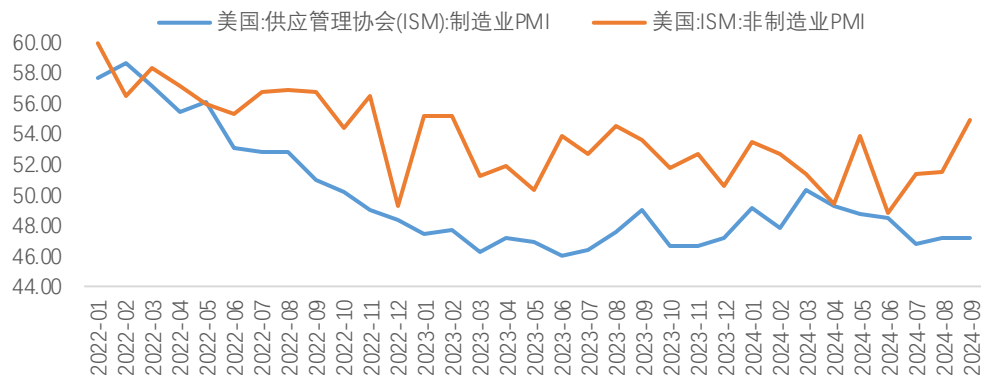
资料来源：隆众石化，天风证券研究所

2.1.2. 美国衰退预期迟迟未落地

美国经济数据一度令人担心，但随着服务业的边际改善，市场担忧开始变得没那么严重。9 月份美国制造业（约占美国经济 70%权重）PMI 维持在 47.2 的低位；服务业 PMI 则在 54.9 的扩张区间，环比持续改善。

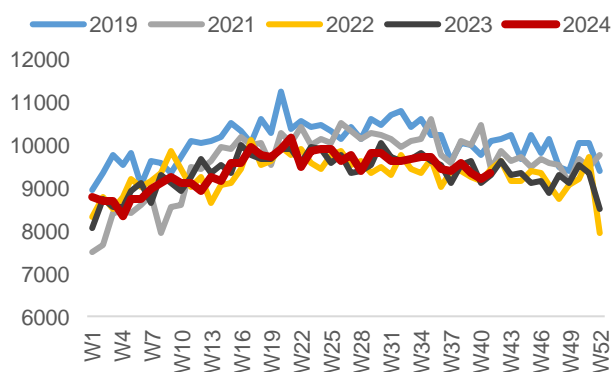
成品油数据，尽管美国 2024 上半年成品油表需较弱，汽油柴油航煤分别同比 -0.3%/-3.7%/+0.9%。进入出行旺季之后表现有所恢复，7-8 月份汽油表需同比+0.4%，柴油表需同比-2.2%，航煤表需+5.3%。

图 6：美国制造业和非制造业 PMI



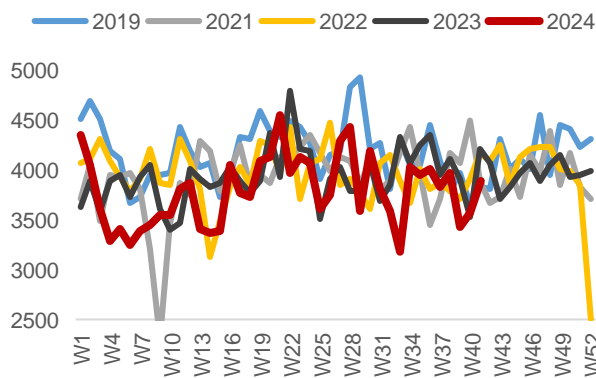
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 美国汽油表观需求 (千桶/天)



资料来源: EIA, 天风证券研究所

图 8: 美国柴油表观需求 (千桶/天)



资料来源: EIA, 天风证券研究所

2.1.3. 新的需求增长点在哪?

根据 IEA 观点, 新的需求增长点可能在亚太其他国家 (非 OECD 除中国)。预计到 2030 年, 亚太其他国家将增加 300 万桶/天的需求 (即每年增加约 43 万桶/天), 超出中国的增长贡献。

其中印度, 预计每年增加 20 万桶/天。考虑到印度的总石油需求体量只有中国的 1/3, 且其经济增长结构中制造业、建筑业、化工业占比不高, 也会制约其石油需求增速。其他东南亚国家也是类似。

因此, 如果其他亚太国家成为全球原油需求增长的重心, 他们很难复制中国在过去 20 年的表现。

2.2. 品种需求: 区别长期达峰问题, 和短期替代问题

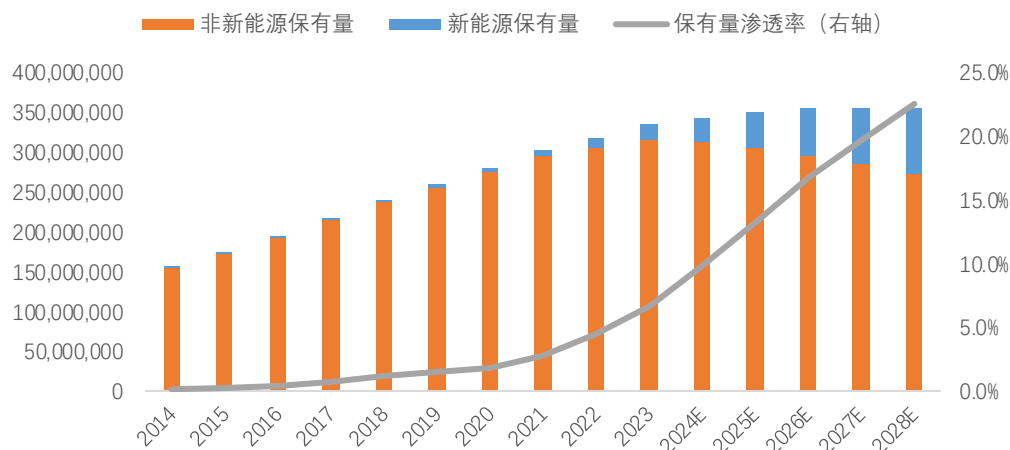
2.2.1. 汽油面临的是长期达峰问题

根据我们对中国新能源车销量和保有量渗透率的测算, 初步认为 2023 年已经是中国非新能源车保有量绝对值的达峰年, 也应该是中国汽油消费量的达峰年。

但是好在达峰之后的下降速度预计不会太快。假设 2024-2028 年中国汽车总销量 CAGR=4%, 新能源车销量 CAGR=18%, 对应到 2028 年新能源车销量渗透率达到 59%, 保有量渗透率达到 23%。那么在这五年间, 中国汽油表需 CAGR=-1.5%。

因此, 我们认为汽油消费是长期达峰之后的缓慢下降, 基本不受油价情形影响。(也就是说即使油价跌下来, 汽油的电动化替代过程也是要缓慢持续不可逆)

图 9: 新能源车保有量渗透率测算 (单位: 辆)



资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2.2. 柴油和石脑油面临的是比价替代问题

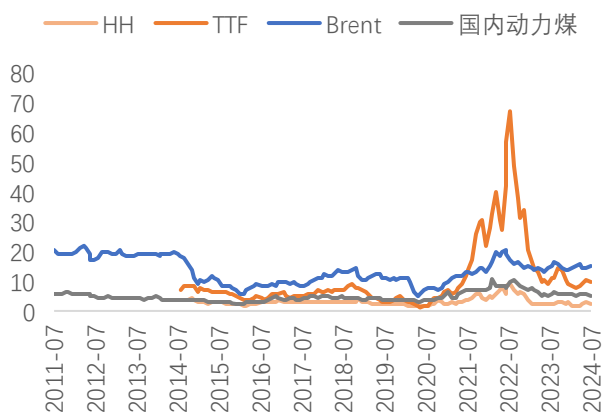
柴油和石脑油的消费疲软，则是比价效应带来的替代问题。

柴油方面：进入 2023 年下半年之后，天然气价格的快速回落，使得天然气相比石油折价出现。在中国，2023-2024 年大部分时间里，油价超过 LNG 重卡替代平价区间（即 LNG 重卡替代经济性较好），拉动了 LNG 重卡的销售放量，是导致 2024 年以来中国柴油消费负增的重要原因之一。近期，随着原油价格回落，以及国内 LNG 价格反弹，替代经济性削弱，替代趋势有望放缓甚至逆转。

石脑油方面：石油路线的烯烃成本在大部分时间里，高于 CTO 路线成本和轻烃路线成本。导致新增烯烃产能中，非石脑油路线占比较高。而且这些装置一旦建成投产，即使油价下跌经济性下降，考虑折旧等固定成本因素，也不会轻易停产。因此石脑油被替代是一个不太可逆的因素。

该替代测算对油价的隐含影响：1) LNG 重卡替代平价对应的油价区间是 70-115 美金，即当油价向下接近 70 美金时，LNG 对柴油的替代将放缓；假如油价跌破 70 美金，该替代有望逆转。2) CTO 替代平价对应的油价区间是 45-72 美金，意味着，假如油价跌破 72 美金的话 CTO 替代可能放缓；而只要油价不跌破 45 美金，CTO 对石脑油乙烯的替代就不可能逆转。（注意：上述测算的前提是根据 9 月份的 LNG 价格和煤价作为基础，当 LNG 价格和煤价变化的时候上述各平衡线也会发生调整。）

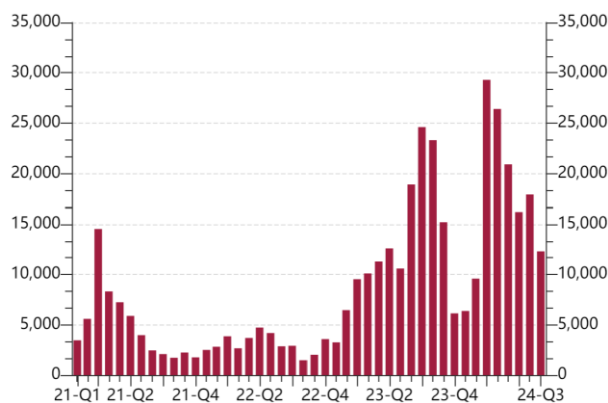
图 10：主要能源品种热值价格比较（单位：\$/mmbtu）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

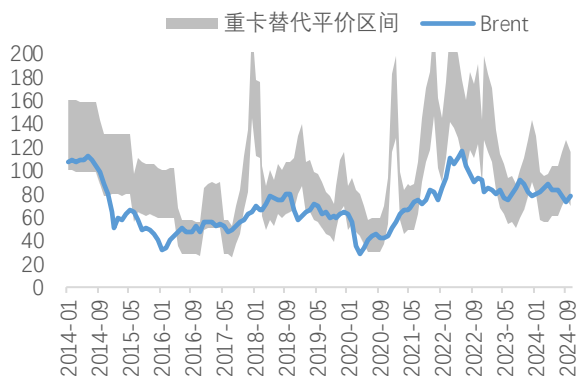
图 12：中国 LNG 重卡替代平价，对应油价区间（美元/桶）

图 11：中国 LNG 重卡销量（单位：辆）

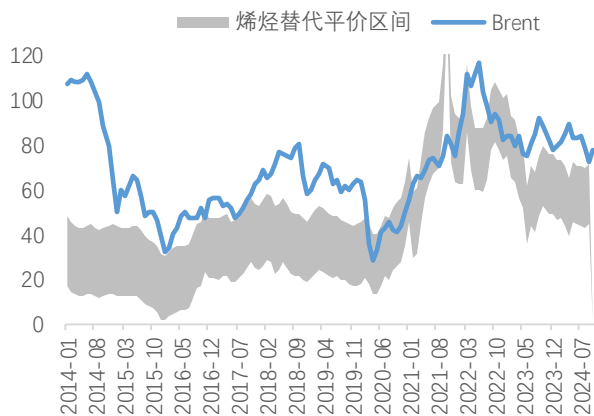


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13：中国 CTO 替代平价，对应油价区间（美元/桶）



资料来源：EIA，天风证券研究所



资料来源：EIA，天风证券研究所

3. 供给

3.1. 常规油：尤其是海上增量，持续稳定释放

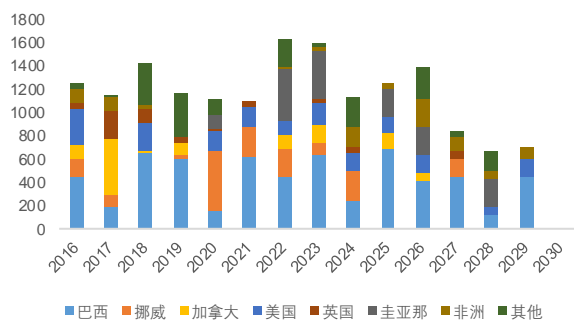
根据 IEA 统计的主要常规油气田项目投产计划（剔除 OPEC+ 国家），2025-2026 年新投产油田峰值产能分别达 125.5/138.5 万桶/天，其中主要是来自于巴西、圭亚那等海上油气田项目的增加。

2025 年巴西投产的项目主要是 IPB（10 万桶/天，预计 2025 年初投产）、Buzios 7（22.5 万桶/天，约 2025H2 投产）、Buzios 6（18 万桶/天，约 2025H2 投产）、Mero 4（18 万桶/天，约 2025H2 投产），共计 68.5 万桶/天。考虑实际投产日期以及油田产量爬坡因素，IEA 预计巴西 2025 年实际产量增长 29 万桶/天。

圭亚那 2025 年 Yellowtail 油田投产（25 万桶/天，约 2025 年中投产），IEA 预计 2025 年实际产量增长 11 万桶/天。

除此之外，挪威、中国、加拿大 2025 年也会有少量增产贡献。根据 IEA 预测，2025 年非 OPEC+ 国家的产量增加幅度约 80 万桶/天（剔除美国）。

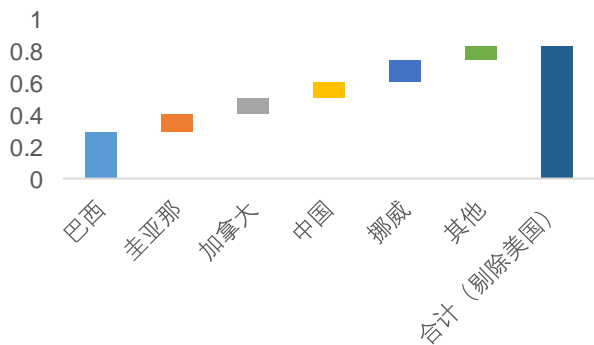
图 14：非 OPEC+ 常规新油田投产产能(kb/d)



资料来源：IEA oil report，天风证券研究所

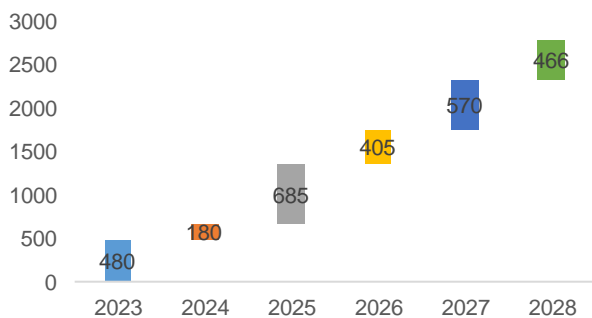
图 16：巴西项目产能投产计划（kb/d）

图 15：非 OPEC+ 常规石油 2025 年实际产量增长预计（百万桶/天）

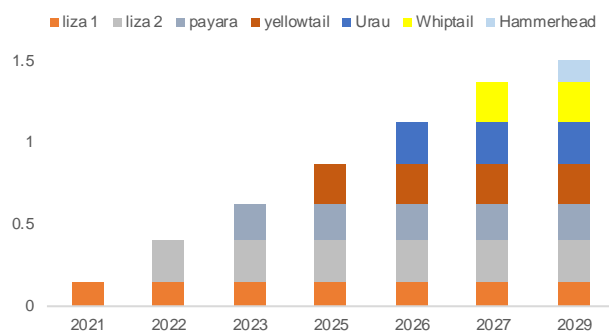


资料来源：IEA 月报，天风证券研究所

图 17：圭亚那油气产量规划(Mb/d)



资料来源：巴西国家石油公司，天风证券研究所



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

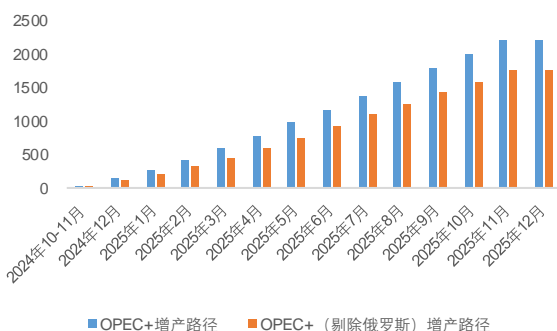
3.2. OPEC：2025 年将恢复产量

6月2日OPEC部长级会议宣布1)之前实施的220万桶/日“自愿减产”计划延长至今年9月底，2024年10月-2025年9月可以逐步退出220万桶/日的减产计划；2)将“联合减产366万桶”计划从24年底延长至25年底；3)将阿联酋配额调高30万桶。

由于油价走弱，9月5日沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿拉伯联合酋长国、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼八个参与国延长自愿减产，同意将其每天220万桶的额外自愿减产延长两个月，直至2024年11月底，之后这些减产将从2024年12月1日起逐步取消。

根据OPEC给出的具体产量退出计划，同时根据国家实际的产能限制，我们测算2025年年度平均增产125万桶/天，剔除俄罗斯的影响预计增产约110万桶/天。

图 18：OPEC+ 逐步退出减产计划带来的增产幅度 (kb/d)



资料来源：OPEC，天风证券研究所

图 19：OPEC 减产政策退出计划

Production Levels with the Phase-out of November 2023 Voluntary cuts to start in December 2024 until November 2025

Country	2024												2025												Required Production Level as per 57th OPEC meeting (1)			
	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep		Oct	Nov	Dec
Algeria	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	1,007													
Iraq	4,000	4,018	4,037	4,055	4,073	4,092	4,110	4,128	4,147	4,165	4,183	4,202	4,220	4,220	4,431													
Kuwait	2,413	2,424	2,436	2,447	2,458	2,469	2,481	2,492	2,503	2,514	2,526	2,537	2,548	2,548	2,676													
USA	8,978	9,061	9,145	9,228	9,311	9,395	9,478	9,561	9,645	9,728	9,811	9,895	9,978	9,978	10,478													
UAE	2,912	2,926	2,972	3,020	3,067	3,114	3,161	3,207	3,254	3,301	3,348	3,381	3,375	3,375	3,519													
Kazakhstan	1,468	1,475	1,482	1,489	1,495	1,502	1,509	1,516	1,523	1,530	1,536	1,543	1,550	1,550	1,628													
Oman	759	763	768	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	841													
Russia	8,978	9,017	9,057	9,096	9,135	9,174	9,214	9,253	9,292	9,331	9,371	9,410	9,449	9,449	9,949													

资料来源：OPEC，天风证券研究所

3.3. 页岩油：边际平衡点接近 70 美金

3.3.1. 美国页岩油进入财政纪律为特征的时代

美国页岩油产业周期的变化和经济学中的产品生命周期有异曲同工之处，虽然会有一些不完全相似，比如油气的供应曲线是由生产者经济学和新井取代衰退的旧井速度决定的，和传统的商品比如智能手机等不太一样，但是也有一定的启发。

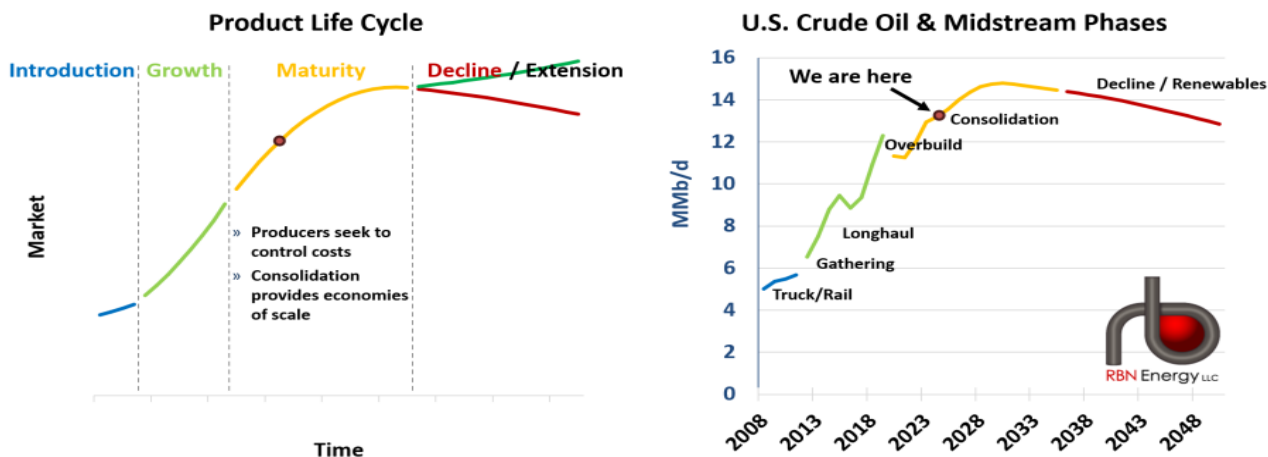
美国的页岩油已经经历了“Introduction（2008 年开始引入水力压裂和水平钻井技术）+Growth（大规模增长阶段，2011-2019 年国内原油产量 CAGR 增速+10%，同时也刺激了中游基础设施的大规模建设）”阶段，目前正处于成熟期阶段，明确的转折点是 2020 年 COVID（油价暴跌生产商破产数激增）后美国页岩油行业重点从全面增长（甚至可以说是非理性的繁荣）转移到注重效率和回报，进入了一个以生产力更高、生产者克制和财政纪律为特征的时代，能源管理团队就专注于维持现金流、偿还债务以及通过股票回购和股息将资本返还给股东。而且上游公司也正享受这个行为转变带来的利益，1) 由于生产纪律性，油服及中游出口的产能不会太紧缺，能源公司可以更经济地开发现有资源；2) 将资

本返还给股东，股票价值上升。

远期 RBN 预测美国页岩油成熟期后的两种情景假设：

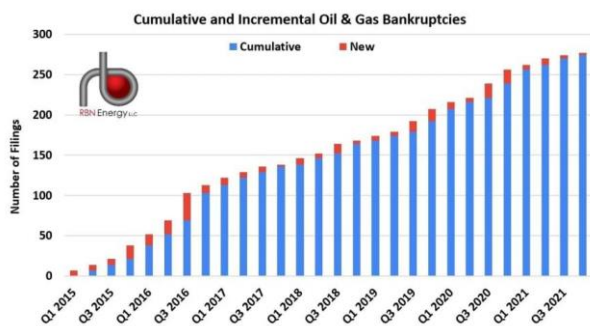
- 1) 中等价格情景原油产量在 2030 年代中期达到峰值后稳步下降。主要原因是原油价格中等，经济上可采储量开始下降，此外还有一个不利因素是政府政策支持可再生能源对化石能源的替代。
- 2) 价格没有变化，继续延续增长态势，但是认为可能性不高。能源市场以前也经历过这些周期，机会将继续存在，但这个需要技术的重大变化以及需要重新加大资本开支，但是页岩革命早期的轻松资本已经一去不复返了。

图 20：产品生命周期与美国原油市场阶段的比较



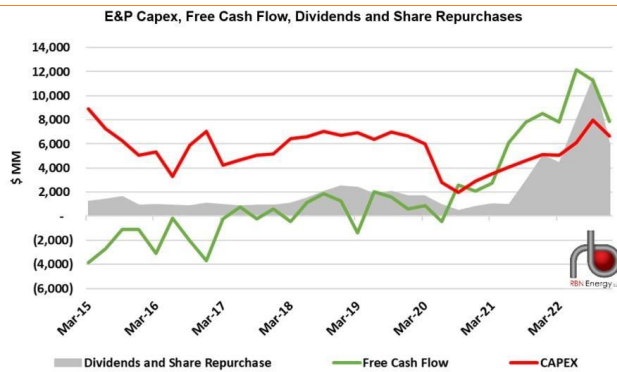
资料来源：RBN，天风证券研究所

图 21：油气公司破产数量累计和增量数据



资料来源：RBN，天风证券研究所

图 22：勘探生产资本支出、自由现金流、股息和股票回购



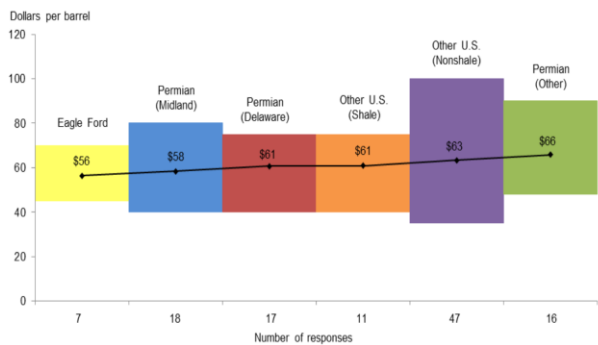
资料来源：RBN，天风证券研究所

3.3.2. 页岩油盈亏平衡点上移

根据 Dallas 联储能源调查报告，2020 年之后美国新钻一口页岩油井的盈亏平衡油价逐步攀升，我们认为背后的原因可能是 1) 美国页岩油甜点区资源的减少，资源禀赋下滑；2) 通胀带来的原材料等成本提高。作为美国资源禀赋最好的 Permian 盆地 2024 年新开一口井的盈亏平衡油价范围在 62-70 美金/桶。

图 23：2023 年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价

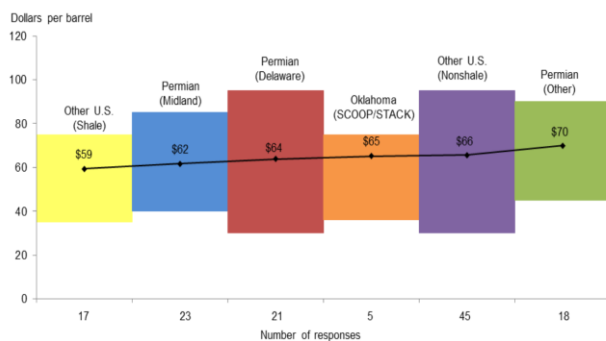
图 24：2024 年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价



NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. The average response was \$62 per barrel. Executives from 80 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 15-23, 2023. SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

资料来源: Dallas 联储, 天风证券研究所

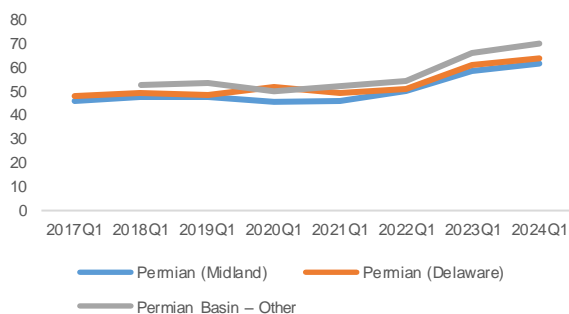
图 25: 历年美国页岩油新钻一口井的盈亏平衡油价 (美元/桶)



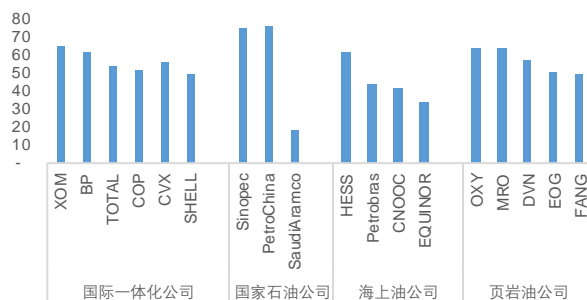
NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. Executives from 87 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 13-21, 2024. SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

资料来源: Dallas 联储, 天风证券研究所

图 26: 2023 年全球主要油公司盈亏平衡油价测算 (美元/桶)



资料来源: Dallas 联储, 天风证券研究所

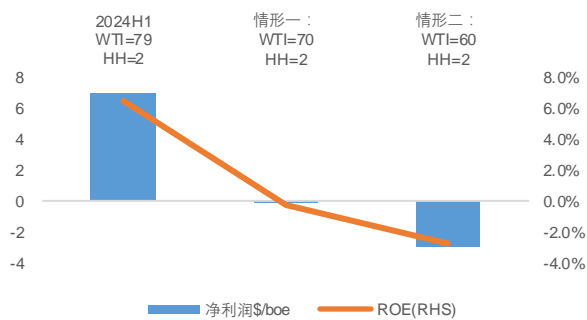


资料来源: 彭博, 天风证券研究所

我们测算 2023 年, 美国页岩油公司上游勘探开发板块盈亏平衡油价, OXY/MRO/DVN/EOG/FANG 五大页岩油公司分别为 64/64/57/51/50 美金/桶。

2024 年, 由于美国天然气价格下降、以及部分公司 GOR (产气量/产油量) 上升的原因, 页岩油公司盈亏平衡有所上升。我们测算, OXY/MRO/DVN/EOG/FANG 五大页岩油公司盈亏平衡点分别为 69/70/70/57/52 美金/桶。

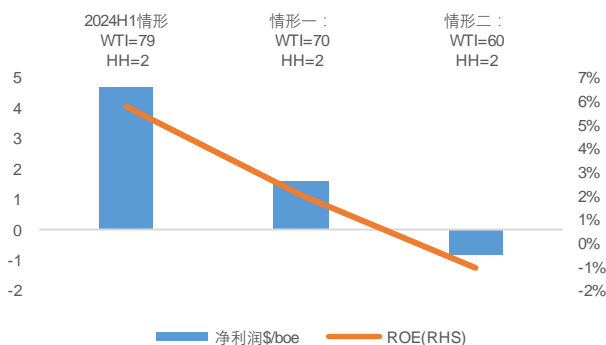
图 27: 西方石油: 油价压力测试



资料来源: OXY 公告, 天风证券研究所

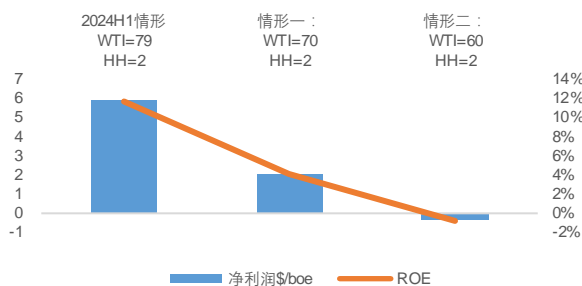
图 29: 戴文能源 DVN: 油价压力测试

图 28: 马拉松石油: 油价压力测试



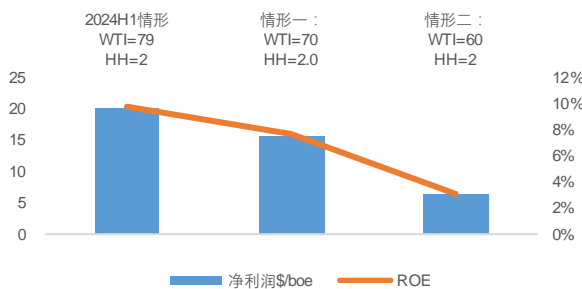
资料来源: MRO 公告, 天风证券研究所

图 30: EOG: 油价压力测试

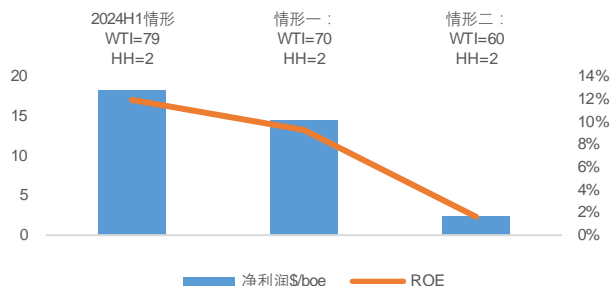


资料来源：DVN 公告，天风证券研究所

图 31：FANG：油价压力测试



资料来源：FANG 公告，天风证券研究所



资料来源：EOG 公告，天风证券研究所

3.4. 地缘因素：伊朗的尾部风险仍然存在

3.4.1. 中东地缘冲突将持续扰动市场

10月初伊朗对以色列进行了反击，并且还有“法塔赫”高超音速导弹，虽然真主党首次公开支持在黎巴嫩停火，但对以色列对伊朗能源设施发动攻击拉美国下场引发更大战争的担忧仍然存在。

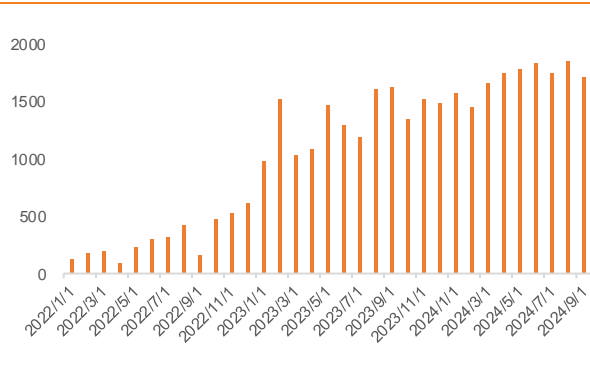
伊朗的可持续产能为380万桶/天，截止8月份伊朗的产量已经达到接近330万桶/天。伊朗9月原油出口量也达到171万桶/天。若冲突升级，假如以色列攻击伊朗石油设施，则对伊朗原油的产量和出口可能会造成比较大的影响。

图 32：伊朗的原油产量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：伊朗原油出口数据 (kb/d)



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3.4.2. 美国大选的潜在影响

假如川普胜选：1) 地缘方面，给石油市场和能源市场带来的不确定性加大，比如在俄乌问题上和中东问题上，可能对俄罗斯和伊朗的石油供给带来较大不确定性。2) 对化石能源 vs. 新能源态度方面，如果竞选口号兑现，不排除对短期价格压制，但对化石能源资产长期有帮助。

假如哈里斯胜选：1) 地缘方面的不确定性会相对小一些。我们认为，俄乌战争短期结束概率低，且伊朗以色列地缘态势升级概率也较低。2) 对化石能源 vs. 新能源态度方面，哈

里斯延续拜登政府相关政策的概率较大。对短期油价来讲，可能是个相对稳定、减小不确定性的因素。

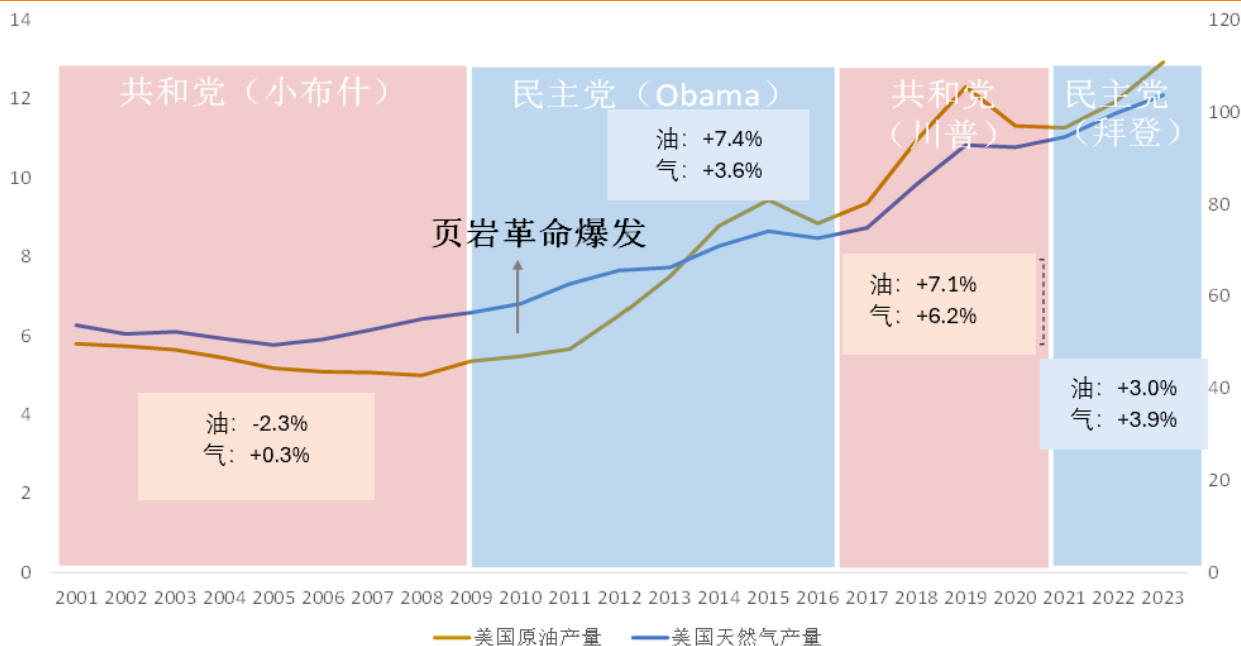
而两党对页岩油产量影响方面，我们从历史数据可以看出，页岩油产量增速有其资源开发阶段、以及经济性的自身规律，并不简单受到执政党的影响。

图 34：川普 or 哈里斯对能源影响



资料来源：观察者网，俄罗斯卫星通讯社，侨报网等，天风证券研究所

图 35：民主党 vs. 共和党执政期间，页岩油气产量及 CAGR 增速比较（左轴：页岩油产量，mmb/d；右轴：页岩气产量，bcf/d）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 油价 2025 年展望

关键假设： 1) 2025 年需求，按照 IEA 预测约增加 100 万桶；2) 供给端，考虑到 OPEC+ 同比+110 万桶/天，常规油同比+80 万桶/天（根据上文）；3) 假设美国 SPR 仍然维持+10 万桶/天。那么平衡表推算需要页岩油产量同比减少约 80 万桶/天。

我们在对 2025 年油价中枢做预测时，考虑两个因素：

3) **供应成本边际：** 2022-2024 年地缘造成的缺口，以及 OPEC 主动减产造成的缺口，使得油价可以显著超出页岩油的平衡点，使得页岩油可以享受良好的自由现金流，实现

产量明显的扩张。到 2025 年，随着供需缺口趋于转向平衡或宽松局面，页岩油或再度扮演市场平衡者的角色。根据前述对页岩油的分析，页岩油边际平衡点在 62~70 美金 (WTI)。

- 4) **需求替代边际**：因为 2023 年以来的油价显著高于气价和煤价，造成了重卡领域对柴油的替代，和烯烃领域对石脑油的替代。根据前述需求部分的分析，重卡替代平价对应的油价区间在 70~115 美金/桶，油价 70 美金向下有助于减缓替代。

综上，我们给予 2025 年合理油价中枢 70 美金 (WTI) /75 美金 (Brent)。

5. 风险提示

- 1) 美国大选的不确定性：共和党还是民主党执政，对伊朗、俄罗斯产量，以及对美国页岩油产量，甚至对长期可再生能源替代速度，都会有较大影响；
- 2) 替代能源价格的不确定性：如我们正文讨论，柴油和 LNG 在重卡领域的替代，煤炭和石脑油在烯烃领域的替代，都会受到气价和煤价的影响；
- 3) 宏观经济的不确定性：我们认为在今年二三季度，市场对美国经济悲观预期，以及对中国石油需求预期的下修，已经比较到位。反映在原油的非商业净多头持仓量上，已经处于历史低位。但假如全球经济出现超预期的下行，油价仍然面临额外风险；
- 4) OPEC 组织的不确定性：OPEC 预计从 2024 年 12 月份开始，有序退出之前的资源减产计划。但假如出现无序退出、价格战情形，油价仍面临额外风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com