

# 石油石化

## 原油专题（一）：迈向 2025，供需该如何展望

增持（首次）

### 行业走势



### 作者

分析师 杨义韬

执业证书编号：S0680522080002

邮箱：yangyitao@gszq.com

研究助理 王瀚晨

执业证书编号：S0680123070027

邮箱：wanghanchen@gszq.com

### 相关研究

**震荡背景下，石化板块有望迎来战略级配置机遇。**在油价上行时期，石化板块往往可以实现优异的相对表现。以 2014-2015 年的彼轮牛市为例，在前期油价下行阶段，化工整体表现弱于大盘。而在油价上行阶段（2015.3.17-2015.6.12），WTI 油价上涨 38%，石化板块上涨 121%，实现了领先于上证指数（+47%）的亮眼表现。近期，在地缘、供给、需求均存在变化因素的背景下，油价波动的可能性增大。我们认为，若油价（在超跌或盘整后）进入阶段性上行，石化板块有望迎来战略级配置机遇。

**宏观层面：美联储以“非常规”方式开启本轮降息周期，静待需求企稳。**2024 年 9 月，美联储以降息 50BP 的方式开启新一轮降息周期。据我们复盘，在 1980 年以来的 7 轮降息周期中，油价多数情况由于需求疲软，走势相对偏弱。若降息中后期经济进一步恶化至衰退，油价也存在大幅下跌的可能。因此，在中期全球宏观经济面企稳前，我们认为油价或将在一定时间内受到衰退预期的压制。

**需求层面：近期增速放缓，远期不宜过度担忧。**我们用全球 GDP 增长对需求的贡献值与新能源渗透造成的拖累值之差作为需求变动的测算依据：2000-2023 年全球原油年均增速为 157 万桶/天（1.8%），期间对应全球实际 GDP 平均增速为 3.3%。据此我们估测，2024-2026 年全球 GDP 增长所支撑的原油需求增量约 134、141、143 万桶/天（对应增速为 1.3%-1.4%）。此外，我们测算新能源车渗透与燃油车效率提升或对原油造成 33、48、52 万桶/天的需求拖累，综合导致原油预期需求增量分别为 101、93、90 万桶/天，而目前全球原油总需求约为 1 亿桶/天。

**供给层面（非 OPEC）：2025 非 OPEC 原油供给增长或已满足全球需求增量。**据 EIA 预测，2025 年全球非 OPEC 地区新增原油产量将达 162 万桶/天，其中 71% 的增长由美国、加拿大、圭亚那、巴西四国贡献。再对应到供给、需求的增量进行比较，IEA、EIA 预计 2025 年全球原油需求增量分别为 100、122 万桶/天，而全球非 OPEC 原油供给增量为 150、162 万桶/天，两大机构对供给增量超出需求增量差值的预测分别为 +50、+40 万桶/天，**预计 2025 年非 OPEC 供给增长已满足全球需求增量。因此，OPEC+ 的供给变化将成为影响原油供需格局的关键。**

**供给层面（OPEC+）：OPEC+ 减产或面临逆转，关注伊以局势演绎。**  
**OPEC+ 供给上行因素：**经复盘，我们发现 2022 年以来的三轮减产过程中，OPEC 实际减产规模不及约定减产量。同时，其产量是以月为基准逐渐增加。因此我们预计，明年 1 月新一轮 220 万桶/天减产取消后，未来 12 个月内 OPEC+18/OPEC-9 国的预估增产量分别约 60/52 万桶/天；**OPEC+ 供给下行因素：**由于伊以局势升级，美国政府宣布将进一步扩大对伊朗油气制裁。目前，伊朗仍处于 OPEC 减产豁免行列。若制裁加剧切实导致供给减少，则伊朗潜在回吐量（2023 年以来共增产 71 万桶）可与 OPEC+ 预期增产量形成一定对冲。

**投资建议：**若油价（在超跌或盘整后）进入阶段性上行，重点看好成长性优异的“能源价差”、油气标的**卫星化学、宝丰能源、中曼石油**；看好高股息油气资产**中国海油、中国石油、中国石化**；并建议关注受益于油价上行的石化标的**荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化**等。

**风险提示：**OPEC+ 产量变动，地缘风险，宏观不确定性，测算误差风险。

## 内容目录

投资聚焦 .....	4
1. 供给侧：原油供给侧的“三重音” .....	4
1.1. CAPEX 大周期：行至尾声，效率提升与低 CAPEX 对冲 .....	4
1.2. OPEC+：减产或面临转向，关注伊以局势演绎 .....	5
1.3. 美国：页岩油增产速度放缓，钻机与油井数均处于回落状态 .....	12
2. 需求侧：短期宏观面待企稳，长期不宜过度担忧 .....	17
2.1. 短期：美联储进入降息周期，OECD 库存处在相对低位 .....	17
2.1.1. 复盘历史七次美联储降息周期，油价多承压 .....	17
2.1.2. OECD 库存处在相对低位 .....	20
2.2. 中期：需求增速回落，新兴市场支撑增长 .....	20
2.3. 长期：新能源冲击已现，渗透率提升斜率需跟踪 .....	22
3. 综合研判：除非需求进入深度衰退，后市关键仍在供给 .....	26
4. 投资建议 .....	28
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 石油和天然气投资/全球 GDP (%) .....	5
图表 2: 1965-2023 年全球原油供给格局 (mb/d) .....	5
图表 3: 2015 年至今全球原油与天然气资本开支 (十亿美元) .....	5
图表 4: 全球原油剩余产能与油价 .....	5
图表 5: 全球原油储量占比 (2020) .....	6
图表 6: 全球原油产量占比 (2023) .....	6
图表 7: OPEC 主要产油国财政平衡油价 (美元/桶) .....	7
图表 8: 沙特对 OPEC 年度原油产量变化存在较大影响 (万桶/天) .....	7
图表 9: 沙特减产执行情况 (mb/d) .....	8
图表 10: 伊拉克减产执行情况 (mb/d) .....	8
图表 11: 阿联酋减产执行情况 (mb/d) .....	8
图表 12: 科威特减产执行情况 (mb/d) .....	8
图表 13: 俄罗斯减产执行情况 (mb/d) .....	9
图表 14: 俄罗斯原油和石油产品出口量 (mb/d) .....	9
图表 15: OPEC+18 国配额与产量 (mb/d) .....	10
图表 16: OPEC+ 历次宣布减产后的实际减产量 .....	10
图表 17: OPEC+220 万桶/天自愿减产取消后的增产路径 (配额数据, 万桶/天) .....	11
图表 18: 伊朗原油产量复盘 .....	12
图表 19: 全球分地区原油增量 (mb/d) .....	12
图表 20: 非 OPEC 原油产量 (mb/d) .....	13
图表 21: 2000 年以来的样本海外油气公司现金流量平衡表 (亿美元) .....	14
图表 22: 2023 年美国油气行业收并购规模大幅增加 .....	14
图表 23: 样本海外油气公司自由现金流与股东现金返回金额 (亿美元) .....	14
图表 24: 样本海外油气公司分红率与股息率 (%) .....	14
图表 25: 美国原油产量与钻机数跟踪 .....	15
图表 26: 美国三大油井数跟踪 (座) .....	15
图表 27: 美国现有油田平均运营成本 (美元/桶) .....	15
图表 28: 美国油企开发新井对应的目标油价 (美元/桶) .....	16
图表 29: 全球原油需求同比增量与全球制造业 PMI .....	17
图表 30: 布伦特油价与全球制造业 PMI .....	17
图表 31: 2024H2 全球主要地区汽油裂解价差大幅回落 (美元/桶) .....	17
图表 32: 2024 年全球主要地区柴油裂解价差持续疲软 (美元/桶) .....	17
图表 33: 美联储加息对大类资产影响 (降息大致为相反结论) .....	18

图表 34:	历次加息与降息周期油价与美国经济表现复盘.....	19
图表 35:	加息前后油价表现复盘.....	19
图表 36:	降息前后油价表现复盘.....	19
图表 37:	OECD 国家商业原油库存水位与布伦特油价的相关性.....	20
图表 38:	2024 年美国商业原油库存位于偏低水平 (不含战储, 百万桶).....	20
图表 39:	未来新兴市场是原油需求的主要增量来源.....	21
图表 40:	2023 年全球原油分国别需求占比 (%).....	21
图表 41:	2023-2030 年全球原油分国别需求增长 (mb/d).....	21
图表 42:	中国主要大宗商品全球需求占比.....	22
图表 43:	原油人均年消费量 (桶/人).....	22
图表 44:	2010-2019、2020-2023 年中国原油需求与美国原油供给增量对比.....	22
图表 45:	全球汽油消费测算.....	23
图表 46:	燃油车对汽油单位消耗.....	23
图表 47:	全球电动车销量预测.....	23
图表 48:	中国与全球柴汽比.....	24
图表 49:	全球汽油与柴油消费量 (mb/d).....	24
图表 50:	2023 年全球原油分产品需求占比 (%).....	24
图表 51:	2024 年与 2030 年相比 2023 年全球原油需求增量 (mb/d).....	24
图表 52:	STEPS 情景与 APS 情景下全球原油需求路径 (mb/d).....	25
图表 53:	原油需求增速与全球实际 GDP 同比增速.....	26
图表 54:	三大机构对原油需求预测与实际需求 (万桶/天).....	27
图表 55:	三大机构对非 OPEC 原油产量预测与实际产量 (万桶/天).....	27
图表 56:	彼轮牛市中, 油价下跌期间 (2014 年 10 月 28 日-2015 年 3 月 17 日) 化工整体表现弱于大盘.....	28
图表 57:	彼轮牛市中, 油价上涨期间 (2015 年 3 月 17 日-2015 年 6 月 12 日) 化工整体表现强于大盘.....	28

## 投资聚焦

本研究是我们系列深度研究的“开山之作”。在第一章（供给侧）中，我们重点阐述了影响原油供给格局的三大变量：全球 CAPEX 大周期、OPEC+动向、美国页岩油供给情况；在第二章（需求侧）中，我们将美联储降息影响、库存水位、需求增速、新能源冲击等市场关心的问题归纳为短、中、长期因素进行探讨；在第三章（综合研判）中，我们将供给与需求目前情况量化进行对比，综合研判供需格局未来潜在的演绎方向。

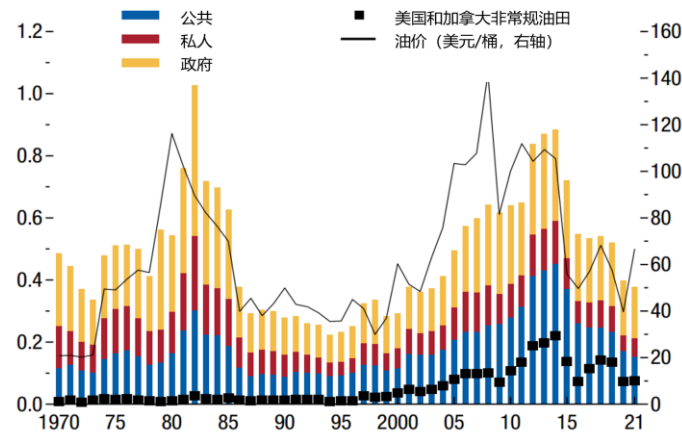
### 1. 供给侧：原油供给侧的“三重音”

#### 1.1. CAPEX 大周期：行至尾声，效率提升与低 CAPEX 对冲

自 1970 年以来，油气行业经历两轮资本开支大周期。由于资源开发的长周期属性，供给周期是油价影响因素中的最长变量。作为不可再生的能源产品，各国原油供给格局并非一成不变，历轮资本开支周期的潮起潮落中供给格局也会发生显著的变化。从长周期维度看，资本开支与油价呈正相关性。1970 年至今，原油共经历两轮完整的资本开支周期。在经历足够长时期的低 CAPEX 后，油价也可能酝酿一轮超级周期。

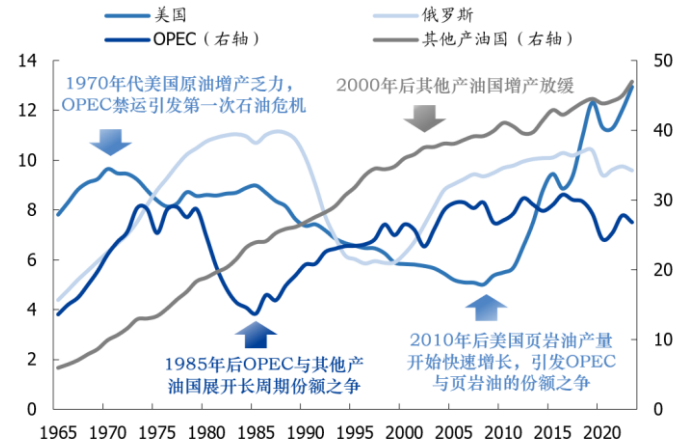
- ✓ **1970 至 1994 年：**上世纪七十年代，历经两次石油危机油价飙升。1985 年，OPEC 减产联盟破裂后油价持续低迷。1970 年前，美国德州铁路委员会始终保持一定的富裕原油产能以防止供应中断，油价与资本开支长期保持低迷；1971 年，德州铁路委员会 25 年来首次批准原油开工率打满至 100%，沙特国王注意到全球供给的紧张局面后，于 1973 年 10 月实施石油禁运，从而引发第一次石油危机；而后，1978 年伊朗石油工人大罢工，1980 年两伊战争引发第二次石油危机。油价飙升带来油气行业资本开支的快速提升，非 OPEC 产油国供给快速提升；1981-1985 年期间，OPEC 尝试实施“限产保价”战略，而需求低迷与其余产油国不配合导致沙特最终放弃限产保价，转而在 1985 年后长期保持“低价保额”战略，油价在 1985-2000 年持续保持低迷。
- ✓ **1995 年至今：**2000 年后供给紧张叠加中国入世后需求爆发，原油迎来新一轮超级牛市，2010 年以来美国页岩油冲击全球市场。90 年代，俄罗斯与美国产量均处于下行期，原油供给增量主要来自 OPEC 与其他产油国。而 2000 年后因长期资本开支低迷，其余中小产油国增量难以匹配中国入世后带来的需求快速增长，OPEC 重新掌握原油定价权，油价持续上涨。而高油价刺激与美国页岩油革命的成功，使得 2010 年后美国原油产量开始快速增长，2018 年首次超过沙特成为全球第一大产油国，直至 2014 年 OPEC 与美国页岩油开打价格战收尾。值得注意的是，2014-2020 年，全球油气资本开支经历了明显的下行周期。若全球资源端低 CAPEX 能持续足够时间，油价也可能酝酿下一轮超级周期。

图表1: 石油和天然气投资/全球 GDP (%)



资料来源: IMF, 国盛证券研究所

图表2: 1965-2023 年全球原油供给格局 (mb/d)

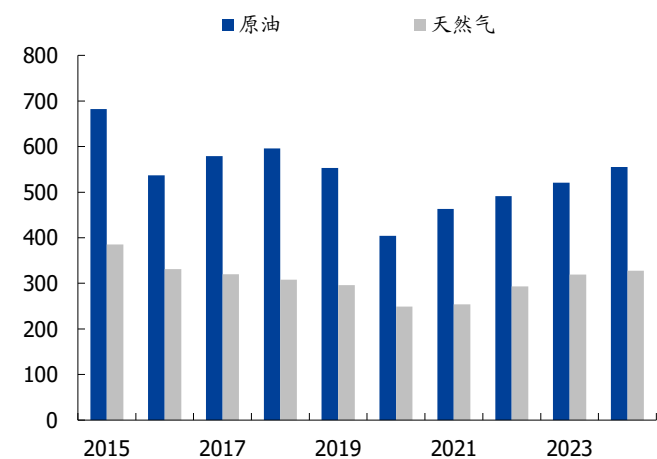


资料来源: Wind, 人民网, 黄金网, 观察者网, 国盛证券研究所

效率提升对冲低 CAPEX 影响，全球剩余产能高位或限制油价上行空间。单从资本开支金额来看，自 2014-2020 年全球原油 CAPEX 经历了较长周期的低迷，2020 年以来有所回升。根据 IEA 可比口径，预计 2024 年全球原油资本开支将达 5550 亿美元，为 2015 年的 81%。与此同时，由于开采效率的提升（如美国页岩油单位钻机产量持续提升）对冲了低 CAPEX 的影响，原油供给端并未出现显著的不足。

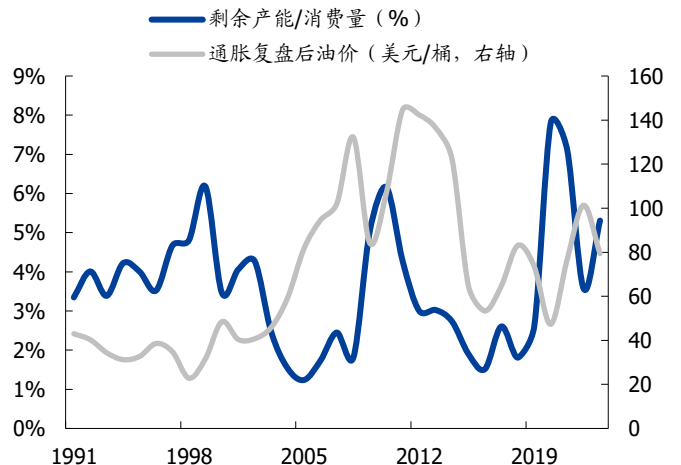
从全球剩余产能/需求来看（越高代表供给压力越大）：OPEC+经历了 2022 年以来的三轮减产后，2023 年全球原油面临着 5.3%的剩余产能压力，升至 1991 年以来的较高水平。因剩余产能主要来自 OPEC+减产，剩余产能越高，则说明 OPEC 减产联盟越脆弱。虽然，高剩余产能不是油价唯一的决定因素，但在一段时间内或将成为油价上行的重要限制因素之一。

图表3: 2015 年至今全球原油与天然气资本开支 (十亿美元)



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表4: 全球原油剩余产能与油价



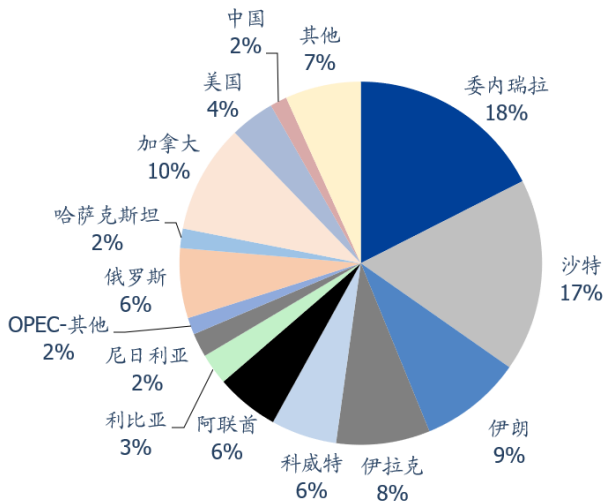
资料来源: EIA, IEA, Wind, 国盛证券研究所  
注: 原油剩余产能主要来自 OPEC+产油国

## 1.2. OPEC+: 减产或面临转向，关注伊以局势演绎

OPEC+控制全球 41%的原油产量，其减产政策对全球原油供应存在较大影响。OPEC 于 1960 年成立，其宗旨是“协调和统一各成员国能源政策和价格，确保国际油价稳定，

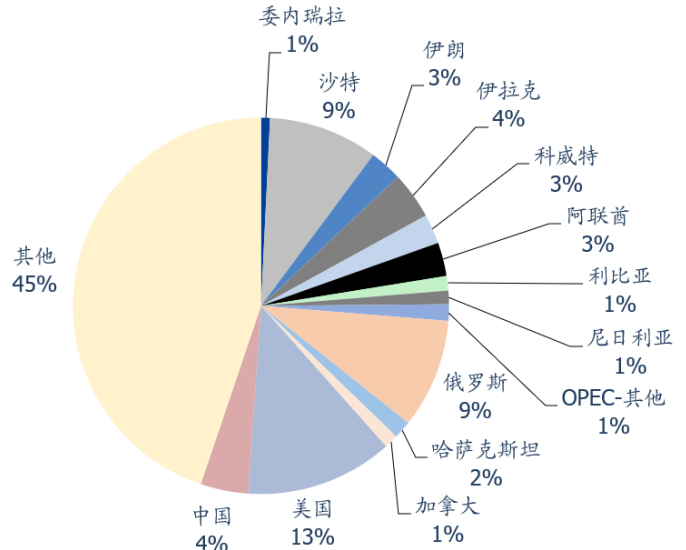
保障产油国收入”。2016年12月，OPEC和俄罗斯等10个产油国形成新的合作机制，OPEC+应运而生。2023年，全球原油产量约10200万桶/天，其中OPEC、OPEC+成员国原油产量分别达2680、4185万桶/天，二者分别占全球原油产量的26%、41%。其中，沙特、俄罗斯两国占比均达9%，是OPEC+中的主导生产国。此外，全球原油储量分布极度不均，2020年全球原油储量为17324亿桶，其中OPEC占约70%，OPEC产油国与俄罗斯占比高达76%。其中，委内瑞拉、利比亚、尼日利亚等OPEC产油国在多重因素影响下，储量潜能未充分释放。

图表5: 全球原油储量占比 (2020)



资料来源: BP, 国盛证券研究所

图表6: 全球原油产量占比 (2023)

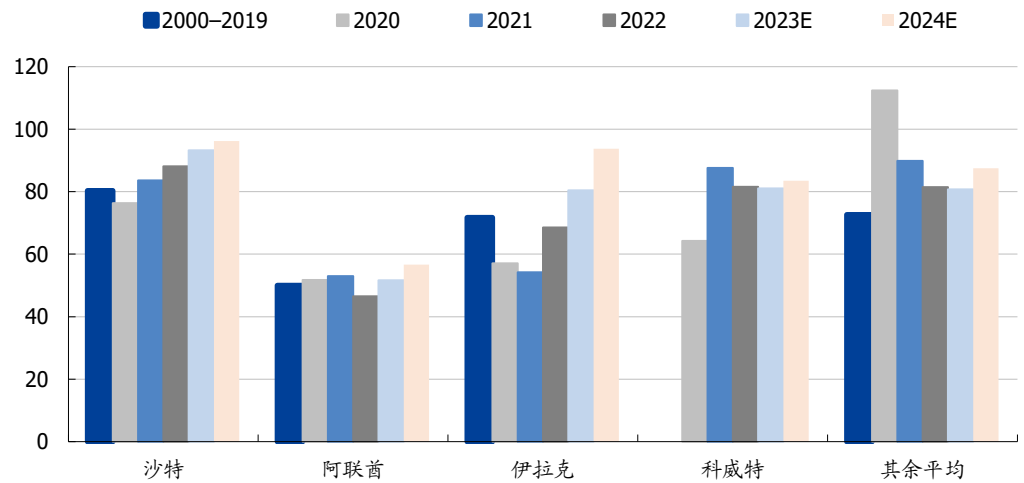


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**我们认为，OPEC+供给方面需关注三个要点：第一，中东产油国财政平衡油价；第二，沙特与俄罗斯的增减产意愿；第三，伊以局势对伊朗供给的潜在影响。**

中东产油国经济诉求下，财政平衡油价持续抬升。近年来中东产油国为实现经济多元化目标期望通过高油价带来的财政收入反哺非油经济，从而摆脱对石油经济的过度依赖。沙特于2016年公布了《VISION 2030》，根据石化行业走出去联盟报道，在《VISION 2030》正式推出之后，沙特将成为世界上最大的建筑工地，计划在基础设施及房地产项目上总投资4.13万亿里亚尔，约合1.1万亿美元。根据IMF最新预测，沙特的财政平衡油价已经由2020年的76.3美元/桶提升至2024年的96.2美元/桶，其余中东国家平均财政平衡油价也在80美元/桶以上。

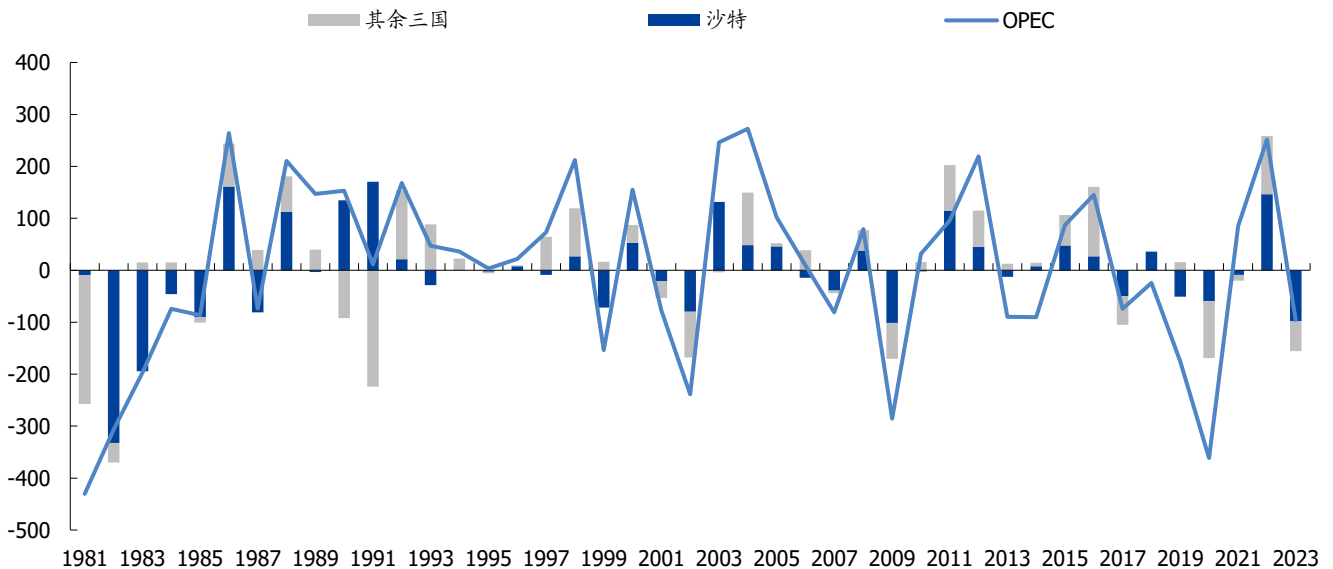
图表7: OPEC 主要产油国财政平衡油价 (美元/桶)



资料来源: IMF, 国盛证券研究所

沙特在 OPEC 减产联盟中发挥主导作用, 伊拉克等产油国的配合程度也将影响其减产态度。沙特、伊拉克、阿联酋、科威特是 OPEC 合作机制中的重要产油国。截至 2024 年 8 月, 沙特、伊拉克、阿联酋、科威特原油产量分别为 901/438/330/252 万桶/天, 占 OPEC 总产量的 41%/20%/15%/11%。其中, 沙特在 OPEC 历轮减产过程中发挥着主导作用, 其余三国是否遵循减产也将对 OPEC 联盟一致性形成掣肘。2024 年以来, 沙特依然遵循减产约定, 但其余三国已出现不同程度超产。因此, 我们一方面认为未来 OPEC 整体进一步减产空间有限, 但另一方面也需要指出, 判断 OPEC 是否会选择牺牲价格而大幅增产, 仍需重点关注沙特的态度。

图表8: 沙特对 OPEC 年度原油产量变化存在较大影响 (万桶/天)

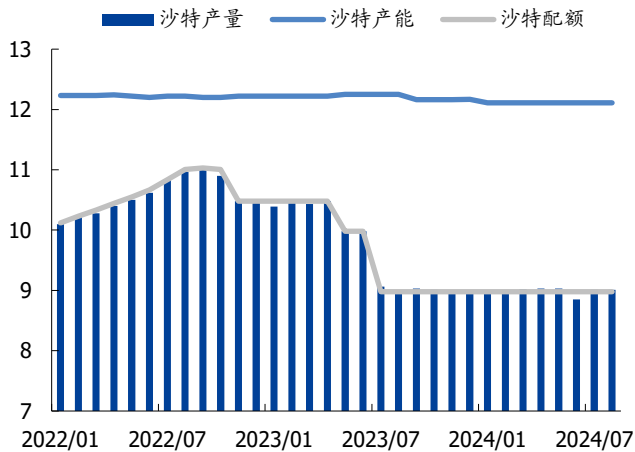


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: “其余三国”指阿联酋, 伊拉克, 科威特

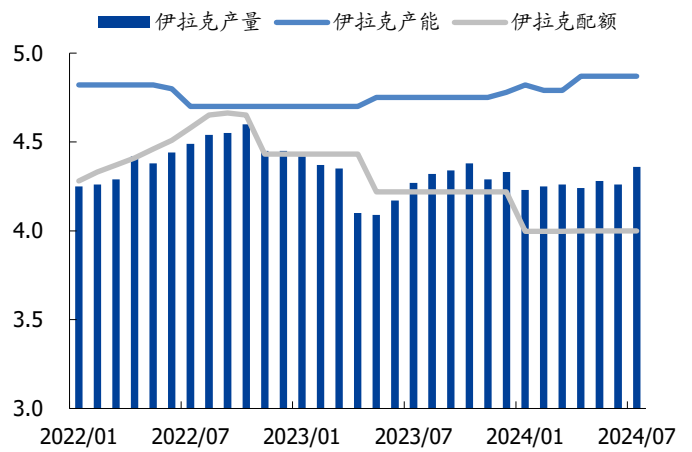
根据中东主要产油国历史配额与实际减产情况, 我们发现沙特在历轮减产中执行力度远远强于其它 OPEC 国家, 这进一步论证了沙特在 OPEC 减产联盟中的主导作用。

图表9: 沙特减产执行情况 (mb/d)



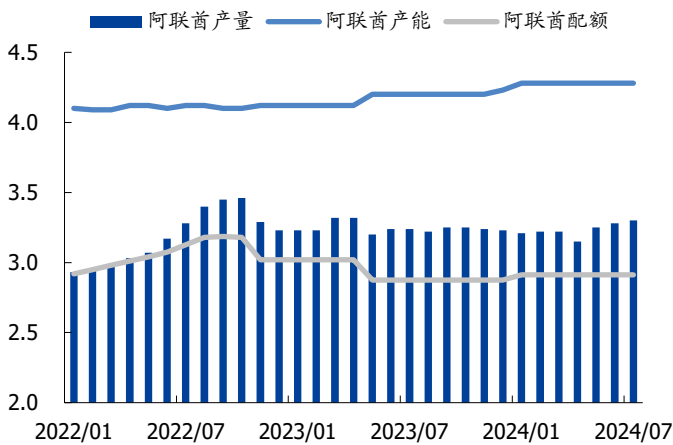
资料来源: IEA, OPEC, 国盛证券研究所

图表10: 伊拉克减产执行情况 (mb/d)



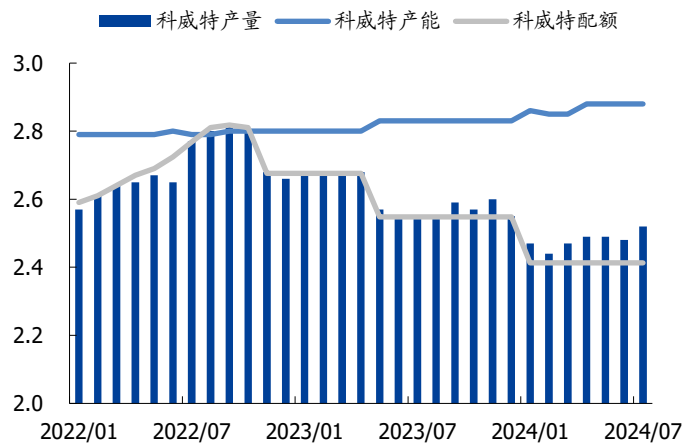
资料来源: IEA, OPEC, 国盛证券研究所

图表11: 阿联酋减产执行情况 (mb/d)



资料来源: IEA, OPEC, 国盛证券研究所

图表12: 科威特减产执行情况 (mb/d)

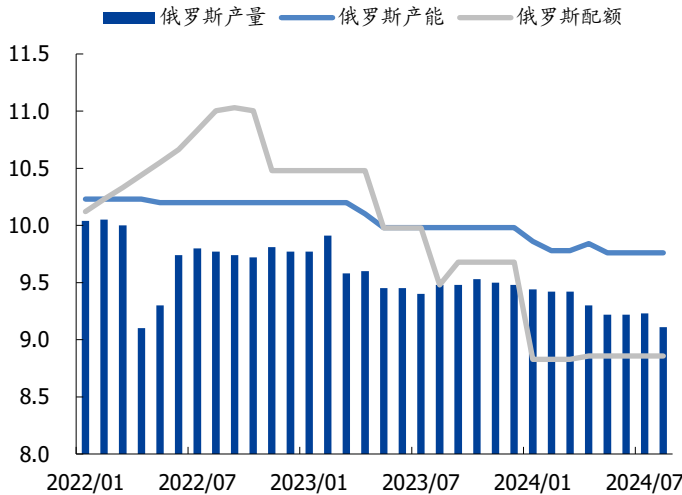


资料来源: IEA, OPEC, 国盛证券研究所

自俄乌地缘形式发生变化, 俄油产量短暂受到影响, 未来潜在出口供应有限。根据 IEA 等第三方数据披露:

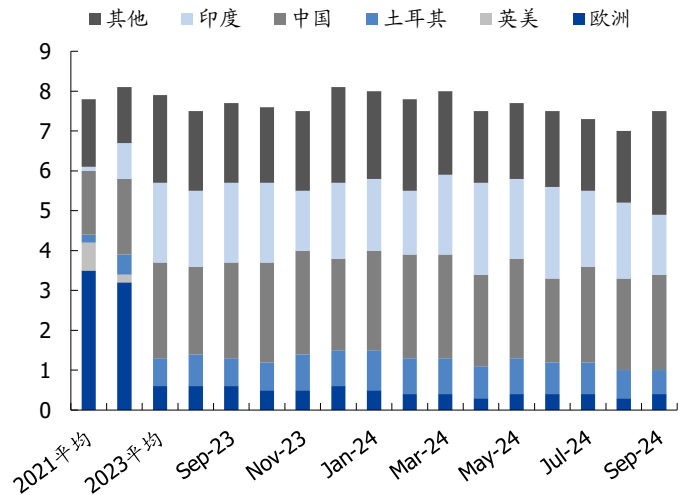
- 生产方面: 2022年3月至4月, 俄罗斯原油产量由1000万桶/天下滑至910万桶/天, 6月恢复至974万桶/天。截至2024年8月, 其产量为911万桶/天, 同时产能也由高峰期的1023万桶/天下滑至976万桶/天。未来实际产量也将受到OPEC+配额约束;
- 出口方面: 2022年后, 俄罗斯对欧美等国出口量大幅下滑, 转而向其它国家出口则大幅增加, 其实际出口量并未受到显著影响。2024年1-9月, 其原油和石油产品出口总量为760万桶/天, 较2023年下滑30万桶/天。

图表13: 俄罗斯减产执行情况 (mb/d)



资料来源: IEA, 国盛证券研究所

图表14: 俄罗斯原油和石油产品出口量 (mb/d)

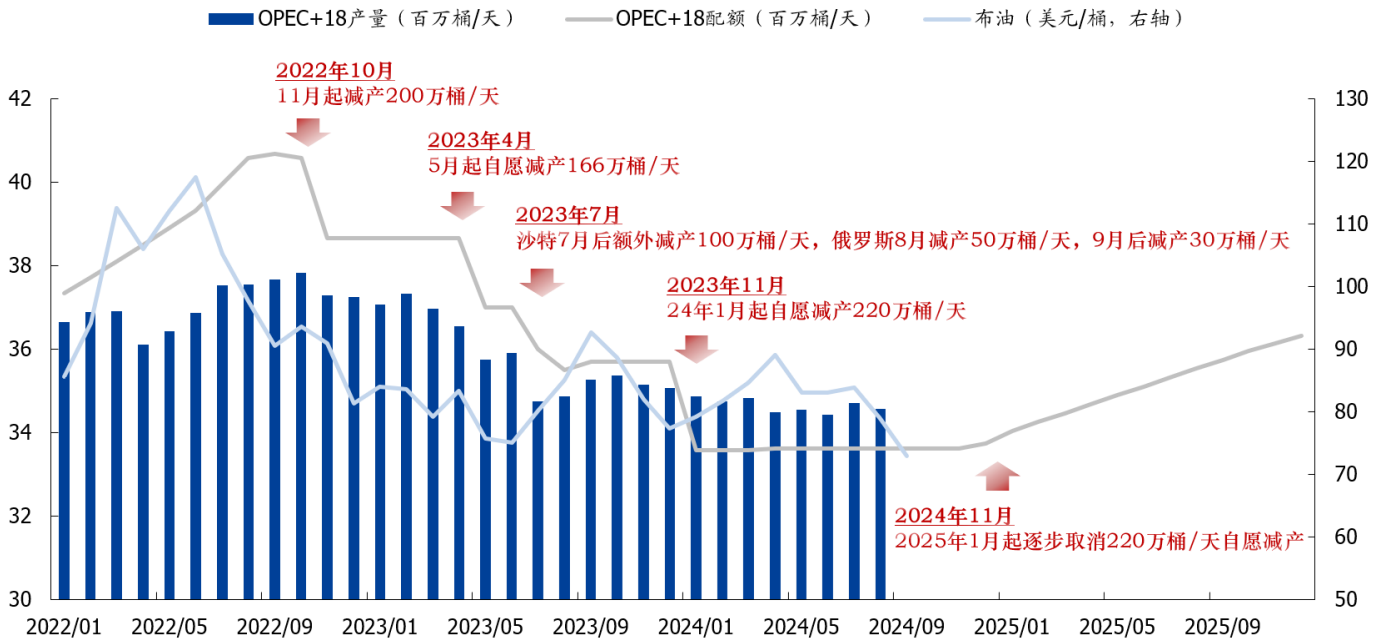


资料来源: IEA, 国盛证券研究所

俄乌事件后，OPEC+实施三轮合计586万桶/天减产，对油价形成托底。俄乌事件后，油价冲高回落。在2022年10月初举行的第33次部长级会议上，OPEC+宣布自2022年11月起减产200万桶/天，随后逐步将执行期延长至2025年底；此后的2023年4月和11月，OPEC+分别宣布166万桶/天和220万桶/天自愿减产；2024年6月会议将166万桶/天自愿减产延长至2025年底，11月会议则决定2025年1月逐步取消220万桶/天自愿减产。

沙特与俄罗斯在本轮减产中起到主导作用，2023年7-8月提前宣布自愿减产。本轮OPEC+合作过程中，沙特与俄罗斯带头限产保价发挥了重要作用，2023年7月初沙特宣布将在7月起主动增加100万桶/天自愿减产并逐步延长至2023年底；同日，俄罗斯宣布8月减少50万桶/天原油出口，9月减少30万桶/天原油出口并逐步延长至2023年底。两国的通力协作对2023年的油价形成重要支撑作用。

图表15: OPEC+18 国配额与产量 (mb/d)



资料来源: Wind, IEA, OPEC, 央视财经, 中国能源报, 环球时报, 国盛证券研究所

注 1: 2024 年安哥拉退出 OPEC, 2023 年之前数据进行剔除调整; 墨西哥不包含在 OPEC+ 减产范围内

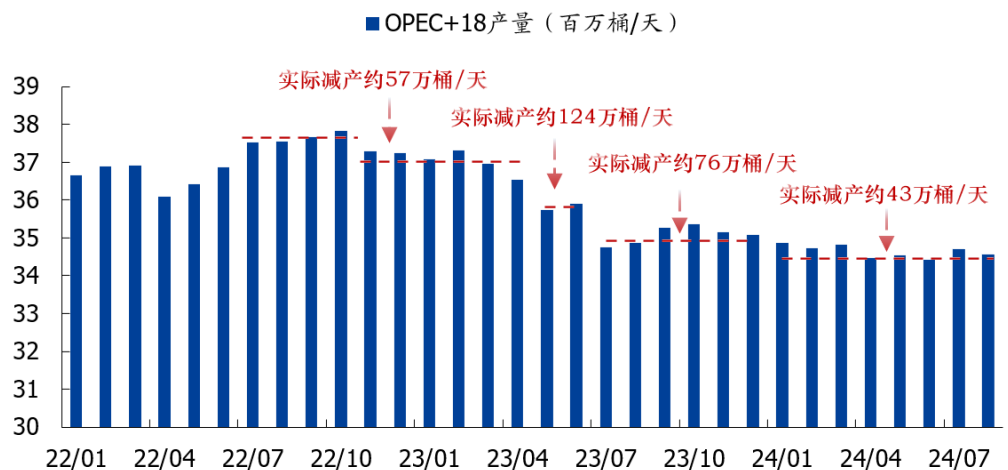
注 2: OPEC-9 包括: 阿尔及利亚、刚果、赤道几内亚、加蓬、伊拉克、科威特、尼日利亚、沙特阿拉伯、阿联酋

注 3: OPEC+18 包括: 阿塞拜疆、哈萨克斯坦、阿曼、俄罗斯、巴林、文莱、马来西亚、苏丹、南苏丹, 以及以上 OPEC-9

注 4: 2024 年 9 月后配额根据 OPEC 最新指引测算, 为预测值

从过去几轮情况看, OPEC+ 实际减产量小于协议减产量。2022 年 10 月至 2024 年 8 月, OPEC+ 实际减产约 327 万桶/天。其中: 第一轮 200 万桶/天减产执行后, OPEC+ 月均实际减产约 57 万桶/天; 第二轮 166 万桶/天执行后, OPEC+ 月均实际减产约 124 万桶/天; 2023 年 7-12 月沙特、俄罗斯提前自愿减产约 130 万桶/天后, 实际减产 76 万桶/天。从过去几轮减产情况看来, 除沙特外的大部分 OPEC+ 成员国实际减产量小于协议减产量。

图表16: OPEC+ 历次宣布减产后的实际减产量



资料来源: IEA, OPEC, 央视财经, 中国能源报, 环球时报, 国盛证券研究所

OPEC+ 自 2025 年 1 月起逐步取消 220 万桶/天自愿减产, 供给以月为基准逐步增加, 2025 年实际增量有限。OPEC+ 自 2024 年 1 月起自愿减产 220 万桶/天, 自 2025 年 1 月起逐步取消 220 万桶/天自愿减产。如上文所述, 由于实际减产量常小于协议减产量。

因此，我们推算取消自愿减产恢复的供给，主要参考 OPEC+ 在上一轮实际减产的供给水平。我们将 OPEC+18 国在 2023 年 5-6 月（减产从 7 月开始）的月均产量与 2024 年 1-8 月减产执行后的月均产量对比，来计算实际的减产量。经统计，OPEC+18 国实际减产规模约 119 万桶/天（两轮减产分别为 76 万桶/天、43 万桶/天，合计 119 万桶/天），OPEC-9 国实际减产规模约 105 万桶/天。

同时，“取消 220 万桶/天自愿减产”所带来的新增供给将在 12 个月当中逐步增加（OPEC 原文表述为“these cuts will be gradually phased out on a monthly basis”）。在产量逐月增长的情况下，增产开始后的 12 个月 OPEC+18 国将新增 60 万桶/天原油产出（由于产量是逐月渐增，我们简单采用 119 万桶/天除二后取整），OPEC-9 国实际增产约 52 万桶/天，该测算与 EIA 最新预测水平相接近，恢复增产前期的供给增量会相对有限。

图表17: OPEC+220 万桶/天自愿减产取消后的增产路径（配额数据，万桶/天）

国家	2024E					2025E							
	11-12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
阿尔及利亚	91	91	92	92	93	93	93	94	94	95	95	96	96
伊拉克	400	402	404	406	407	409	411	413	415	417	418	420	422
科威特	241	242	244	245	246	247	248	249	250	251	253	254	255
沙特	898	906	915	923	931	940	948	956	965	973	981	990	998
阿联酋	291	293	297	302	307	311	316	321	325	330	335	336	338
哈萨克斯坦	147	148	148	149	150	150	151	152	152	153	154	154	155
阿曼	76	76	77	77	77	78	78	78	79	79	79	80	80
俄罗斯	898	902	906	910	914	917	921	925	929	933	937	941	945
<b>合计</b>	<b>3042</b>	<b>3060</b>	<b>3081</b>	<b>3103</b>	<b>3124</b>	<b>3145</b>	<b>3167</b>	<b>3188</b>	<b>3209</b>	<b>3231</b>	<b>3252</b>	<b>3270</b>	<b>3288</b>
<b>增量</b>		<b>18</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>18</b>

资料来源: OPEC, 国盛证券研究所

**2024 年油价多次围绕伊朗与以色列地缘事件波动，然冲突并未进一步扩大，地缘溢价回吐。**伊朗为中东重要产油国，截至 2024 年 10 月产量为 326 万桶/天，占 OPEC/全球原油份额分别为 10.2%/3.2%。2023 年 10 月 7 日巴以冲突以来，地缘造成的油价波动多围绕伊朗与以色列两国展开：2024 年 4 月 14 日，伊以局势升级；7 月 31 日哈马斯政治局领导人哈尼亚遇刺后，伊朗表示将对以色列实施报复；2024 年 10 月 1 日，因黎巴嫩与以色列对抗升级，伊以局势进一步升级。然而，三次事件后冲突并未扩大。因此，油价经短期上涨后，地缘溢价回吐。

**美国若对伊朗制裁加剧，或将缓解 OPEC 增产带来的供给端压力。**欧美对伊朗石油制裁近年来围绕《伊核协议》展开，2011 年底-2012 年中，美国与欧盟加强伊朗制裁后，原油产量自 2011 年 1 月-2012 年 10 月下滑 99.1 万桶/天；2015 年 7 月《伊核协议》达成，欧美放松对伊朗经济制裁，其原油产量自 2015 年 7 月-2016 年 6 月增加 76.4 万桶/天；2018 年 5 月，特朗普宣布退出《伊核协议》，原油产量自 2018 年 5 月-2019 年 1 月减少 109 万桶/天。2024 年 10 月 1 日，伊以局势升级，美国政府宣布将进一步扩大对伊朗石油与天然气制裁，假设后续伊朗因制裁加剧回吐 2023 年以来 71 万桶/天的增产量，或将对冲 OPEC 增产对油价形成的压力。

图表18: 伊朗原油产量复盘

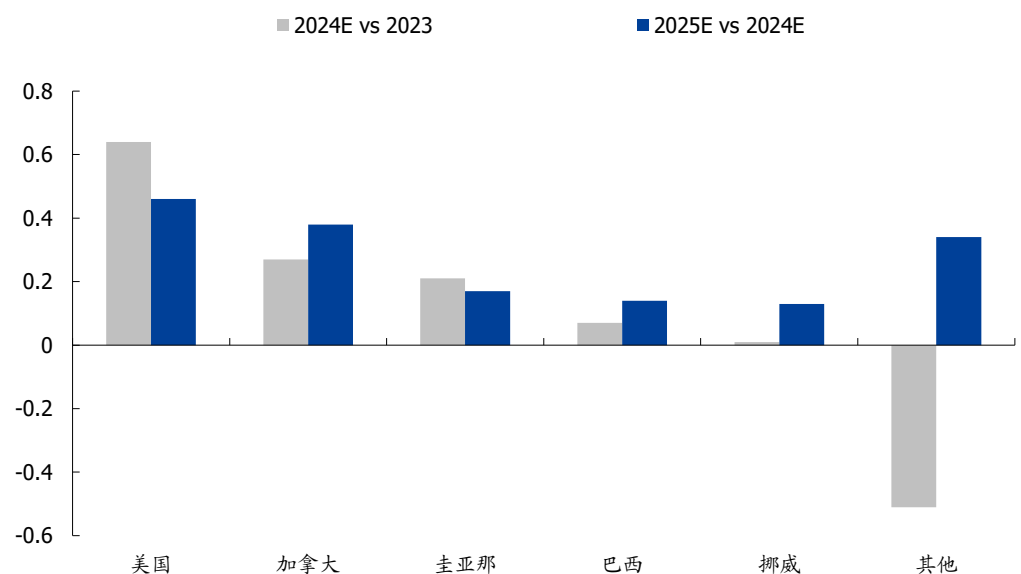


资料来源: Wind, EIA, 新华网, 新华社, 国际在线, 国盛证券研究所

### 1.3. 美国: 页岩油增产速度放缓, 钻机与油井数均处于回落状态

**EIA 预计 2025 年全球非 OPEC 原油增量主要来自“美洲四国”，其他地区则将扭转 2024 年的减产局面。**根据 EIA 最新短期能源展望，预计 2024 年全球非 OPEC 地区新增原油产量为 69 万桶/天，2025 年将增至 162 万桶/天，其中美国、加拿大、圭亚那、巴西四国贡献 71%，圭亚那原油产量自 2020 年开始放量，EIA 预计 2025 年产量将达 77 万桶/天。其他国家则因俄罗斯、哈萨克斯坦、阿塞拜疆、阿曼四国在 OPEC+ 减产协议内，导致 2024、2025 年产量增长出现逆转。剔除 OPEC+ 四国的影响后，预计 2024-2025 年非 OPEC 原油产量分别增加 120、145 万桶/天。

图表19: 全球分地区原油增量 (mb/d)

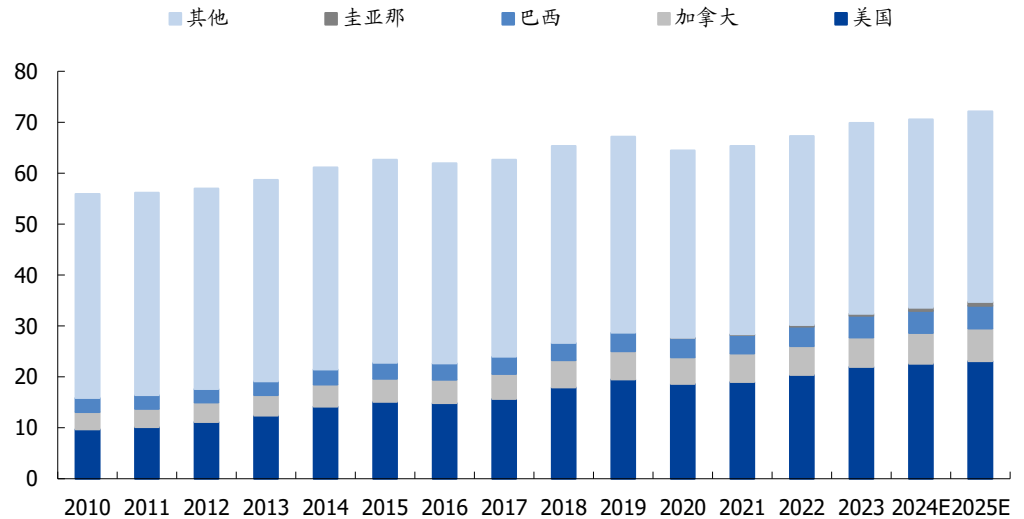


资料来源: EIA, 国盛证券研究所

近年，美国新增供给严重冲击了全球原油供需格局。然而，美国油气企业分红回购规模大幅提升叠加页岩油边际开采成本抬升背景下，供给增速已放缓。

美国在非 OPEC 原油增量中占主导地位，其余国家有增有减。2010 年后，受益于高油价与页岩油革命成功，美国原油产量开始快速增长。2010-2023 年，非 OPEC 原油产量增加 1400 万桶/天，圭亚那作为新增供给目前对全球供给影响相对有限，其余国家则因资源衰减等因素产量下滑 260 万桶/天。在非 OPEC 供给增量中，美国、加拿大、巴西分别增加 1230/230/160 万桶/天，占全球原油增量的 88%/17%/11%。整体来看，美国是影响非 OPEC 供给的重中之重。

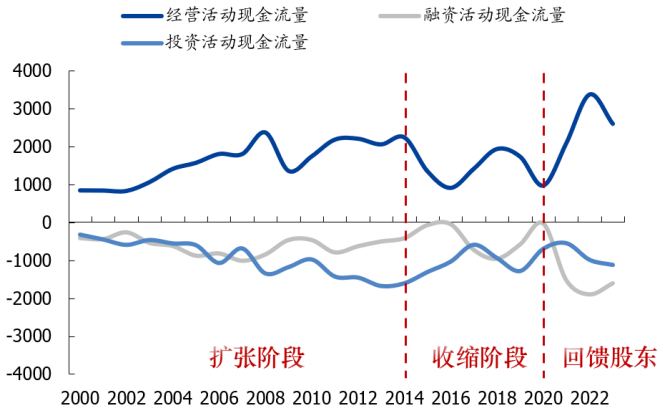
图表20: 非 OPEC 原油产量 (mb/d)



资料来源: EIA, 国盛证券研究所

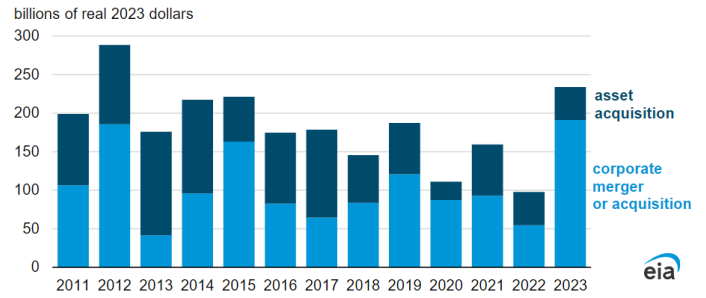
2020 年以来国际油气公司分红回购规模大幅提升，并购活跃度显著增加。复盘本世纪以来国际油气公司的发展路径，2000-2014 年因油价持续走高投资活动快速扩张，2014 年 OPEC 开启价格战后的低油价抑制了海外油企的资本开支能力，而 2020 年后新能源的快速发展导致全行业对资本开支更为谨慎。另外，根据 EIA，2023 年美国油气行业收购规模大幅增加至 2340 亿美元，达到 2013 年以来的最高水平。其中包含了埃克森美孚收购先锋（645 亿美元）、雪佛龙收购赫斯（600 亿美元）、西方石油收购 Crown Rock（120 亿美元）等几宗大型收购。资源整合后，大型油企的资本开支纪律或将更加严格。

图表21: 2000年以来的样本海外油气公司现金流量平衡表(亿美元)



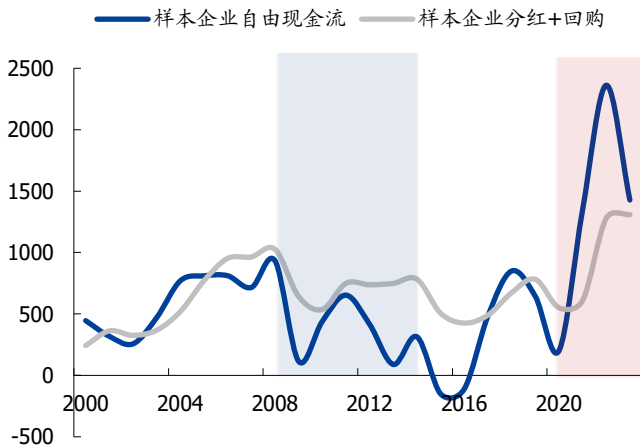
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表22: 2023年美国油气行业收并购规模大幅增加



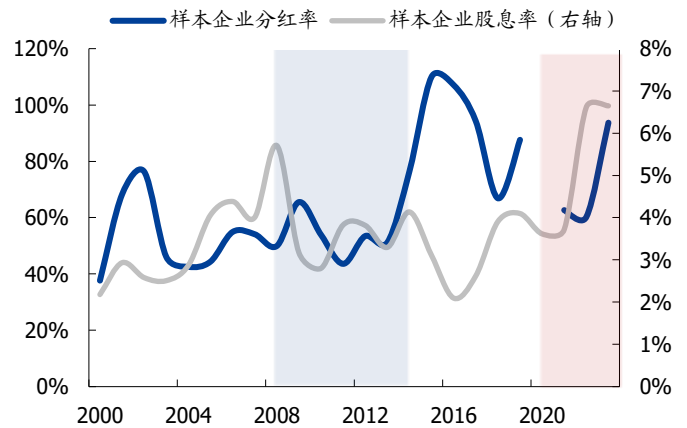
资料来源: EIA, 国盛证券研究所

图表23: 样本海外油气公司自由现金流与股东现金返回金额(亿美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

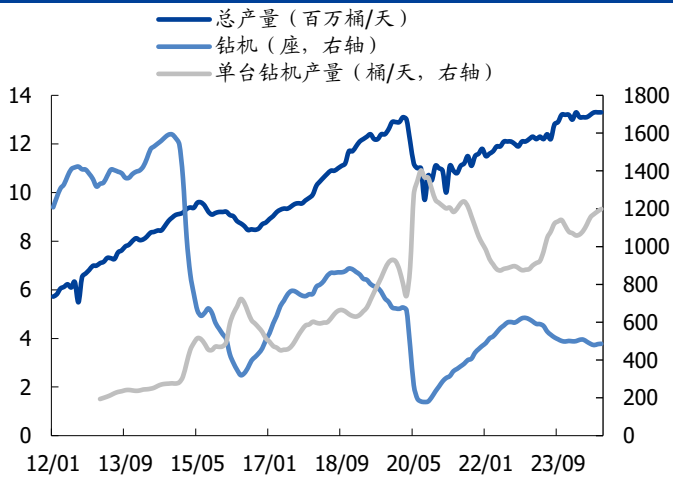
图表24: 样本海外油气公司分红率与股息率(%)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所  
注: 分红率与股息率计算均考虑分红+回购

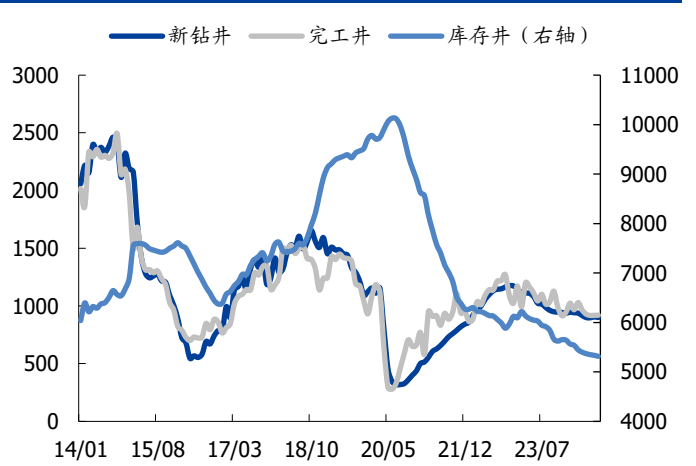
**2023**年以来美国原油产量进入平台震荡期,成本提升对新井开发形成抑制。美国近年来的原油产量提升主要依赖页岩油,而页岩油作为生产周期较短的油气资源,增产途径主要包括新钻井、库存井转化、单井产量提升。2023年以来,美国首次出现了新井、完工井、库存井同步下滑的情况,更多通过单井产量提升来维持产量。2023年10月-2024年10月,美国原油产量已连续13个月维持在1300-1350万桶/天,钻机数、库存井、新钻井、完工井均处于偏低水平。此外,根据达拉斯联储季度调查问卷,美国新井的平均盈亏平衡点已由2017Q1的50美金/桶提升至2024Q1的64美金/桶,成本提升也对新井开发形成一定的抑制作用。

图表25: 美国原油产量与钻机数跟踪



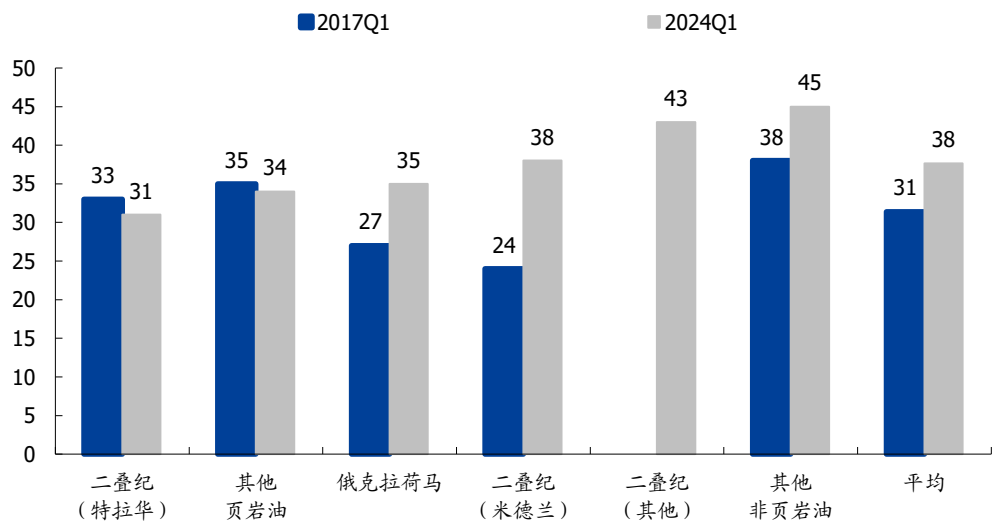
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表26: 美国三大油井数跟踪 (座)



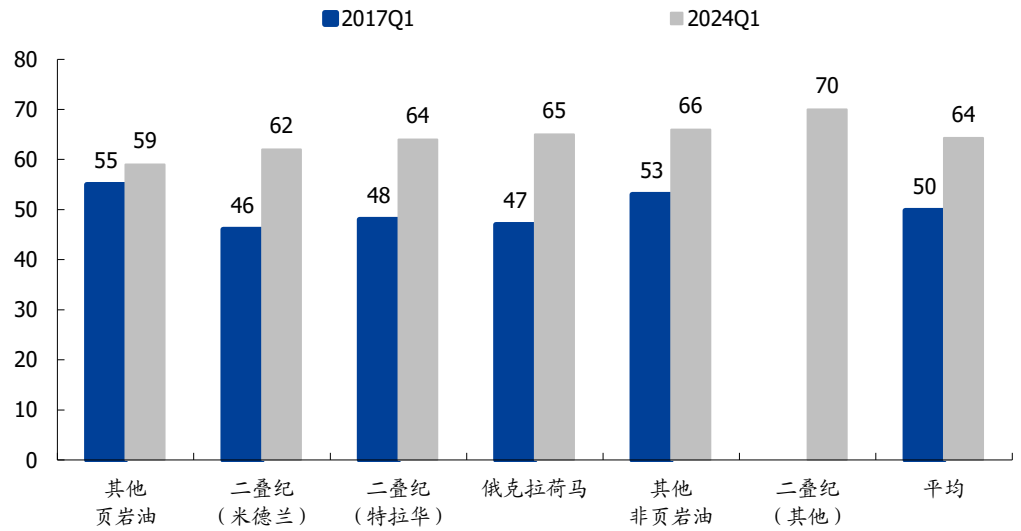
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 美国现有油田平均运营成本 (美元/桶)



资料来源: 达拉斯联储, 国盛证券研究所

图表28: 美国油企开发新井对应的目标油价(美元/桶)



资料来源: 达拉斯联储, 国盛证券研究所

## 2. 需求侧：短期宏观面待企稳，长期不宜过度担忧

2024 下半年，宏观面指向原油需求走弱。2024 年全球制造业 PMI 以 5 月高点 51% 为分界，呈现前高后低的走势，宏观面指向原油需求承压，汽柴油裂解价差下半年快速走弱。油价在 6 月 OPEC 宣布延长减产后，短期上冲后再度回落，需求疲软与 OPEC 宣布将转向增产是三季度油价回落的主要因素。

图表29: 全球原油需求同比增量与全球制造业 PMI



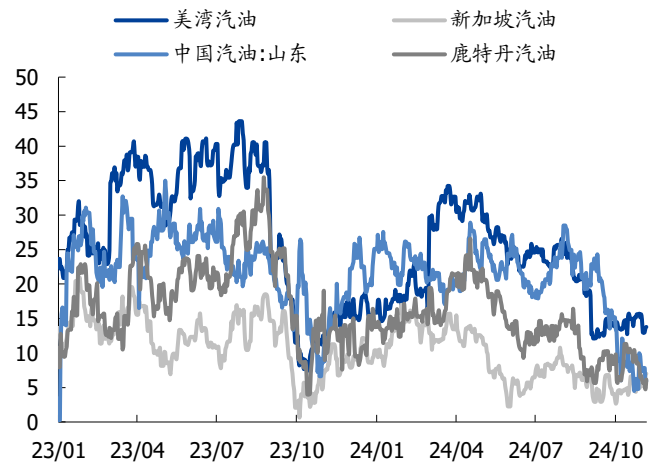
资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

图表30: 布伦特油价与全球制造业 PMI



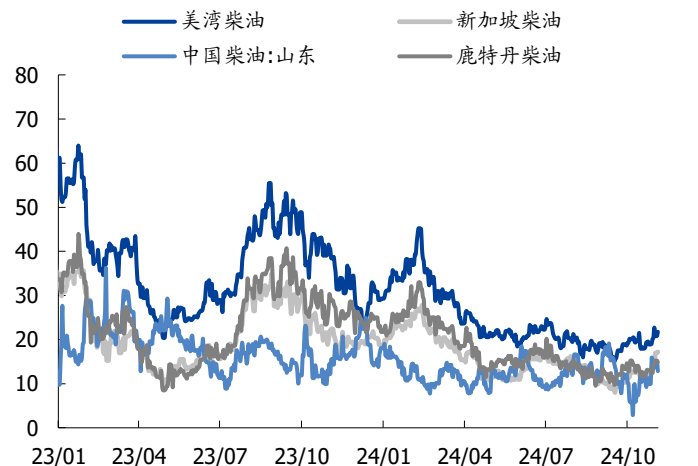
资料来源: Wind, iFind, 国盛证券研究所

图表31: 2024H2 全球主要地区汽油裂解价差大幅回落 (美元/桶)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表32: 2024 年全球主要地区柴油裂解价差持续疲软 (美元/桶)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

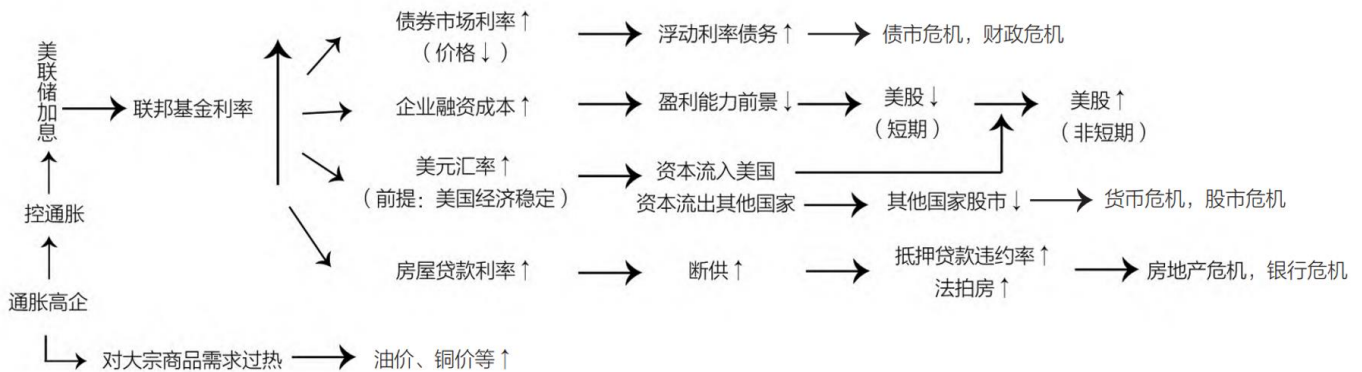
### 2.1. 短期：美联储进入降息周期，OECD 库存处在相对低位

#### 2.1.1. 复盘历史七次美联储降息周期，油价多承压

美联储货币周期对大类资产存在重要影响，2024 年 9 月开启新一轮降息周期。2024 年 9 月，美国结束了 2022 年以来新一轮的加息周期，转向降息。从资产的定价逻辑出发，若美联储上调联邦基金利率，将直接导致债券市场利率上升，价格下跌；进一步地，企业融资成本上升，美股短期下行；债券利率提升后将提升美元吸引力，提高美元汇率，

其他国家因资本流出股市通常下行；油价、铜价等商品则在基本面需求过热背景下通常上涨，降息则以上逻辑相反。

图表33: 美联储加息对大类资产影响 (降息大致为相反结论)



资料来源:《美联储加息的影响机制与前景展望》\_张伟, 国盛证券研究所

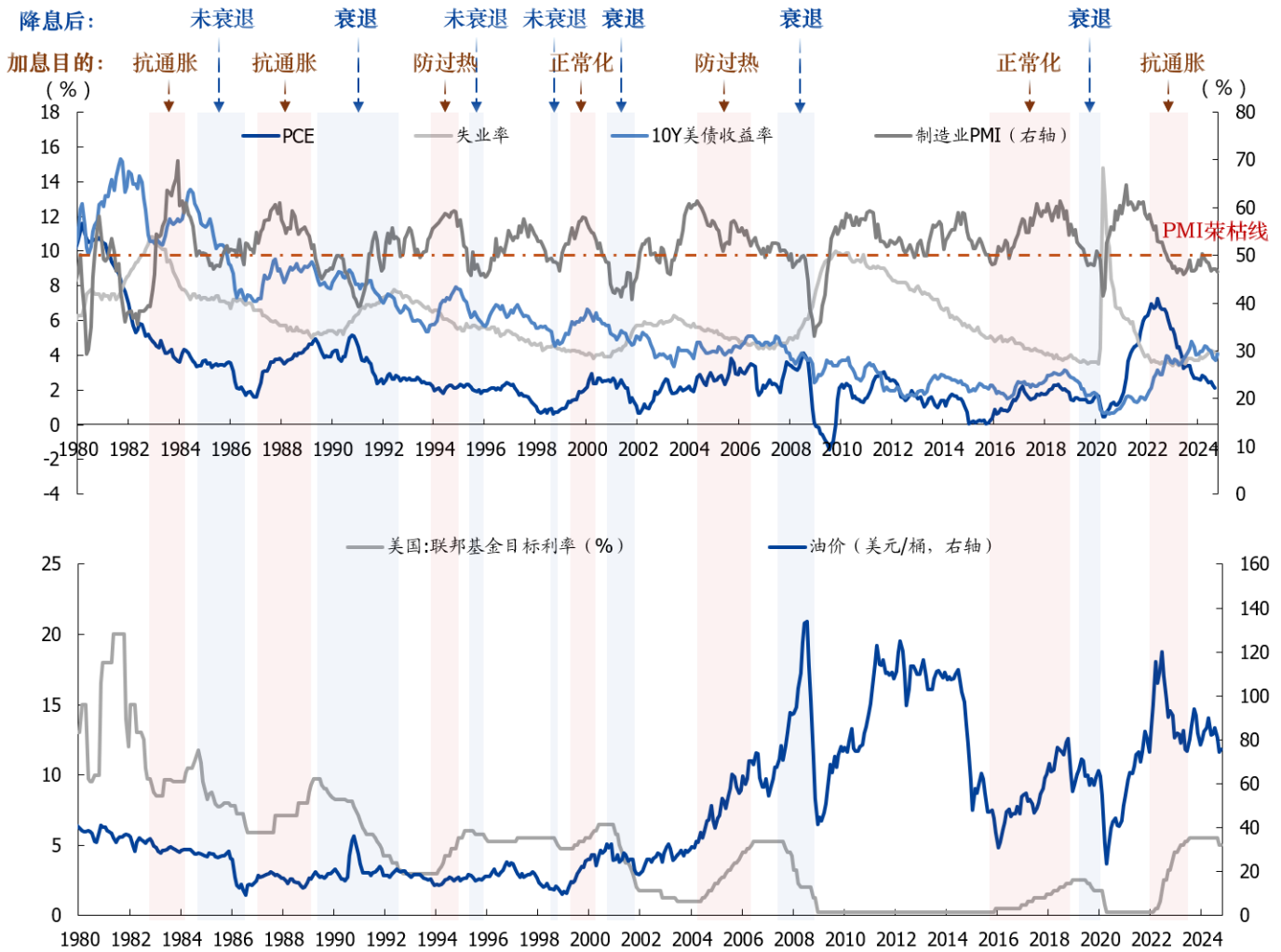
1982年, 美联储重新将目标转向联邦基金利率, 并首次开始公布利率目标, 因此我们将1980年以来历次加息与降息周期当中的油价表现进行复盘。

**美联储加息通常目的为: 抗通胀、防止过热、货币正常化, 后两种情况油价通常表现较好。**复盘1983年至今的7轮加息周期, 1983、1987、2022年因抗通胀而开启的加息周期中, 油价表现为下跌, 背后的逻辑在于因油价造成的通胀可能对经济基本面产生不利影响, 美联储期望通过加息来抑制需求, 油价因此表现为下跌; 其余四轮为防止经济过热与货币正常化的加息周期, 油价均表现为上涨。背后的逻辑在于: 经济基本面强劲为因, 加息为果, 需求较好主导了油价的上行。

**然而, 降息周期中无论衰退与否, 油价均相对承压。待基本面企稳后, 油价多头胜率更高。**美联储降息的目的分为“预防式”和“纾困式”, 预防式降息是在尚未发生明显的经济问题, 但存在潜在风险时采取的货币政策, 以防范未来的衰退风险, 典型的为1984/1989/1995/2019年四轮降息周期, 降息初期油价均未出现明显下滑; 纾困式降息是在经济急剧下滑时采取的货币政策, 以应对已发生的经济衰退风险, 典型的为2001/2007/2020年三轮降息。期间, 油价均出现短期较大幅度的下滑, 并在随后的货币财政双刺激下迎来深V反转。

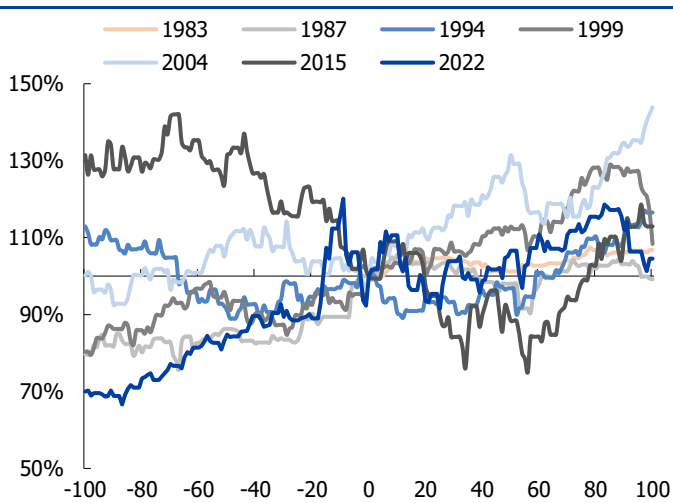
无论是预防式降息或是衰退式降息, 虽然有其他因素所导致的油价上行情况, 如1989年降息后海湾战争(1990年)导致油价短期冲高, 2007年投机头寸、美元指数下行等因素导致油价创历史新高, 但整体而言降息初期油价押注上涨的胜率偏低, 待经济基本面企稳后是油价多头更加舒适的投资区间。

图表34: 历次加息与降息周期油价与美国经济表现复盘



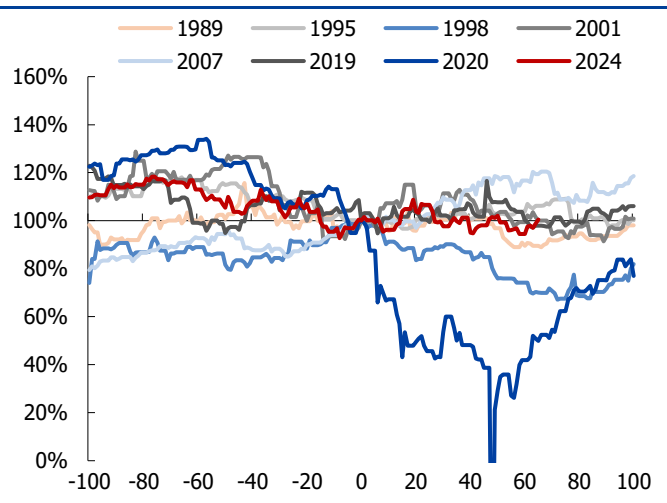
资料来源: Wind, iFind, 《美联储历次降息的背景、影响及启示》\_杨子荣, 《美联储加息的影响机制与前景展望》\_张伟, 国盛证券研究所  
注: 美联储长期以来将 2% 的通胀率作为其长期通胀目标 (2012 年起), 失业率则没有明确目标指引。

图表35: 加息前后油价表现复盘



资料来源: Wind, Forbes, 美联储, Chatham financial, 国盛证券研究所  
注: 加息当天为 1, 前后油价根据比值求得

图表36: 降息前后油价表现复盘



资料来源: Wind, Forbes, 美联储, Chatham financial, 国盛证券研究所  
注: 降息当天为 1, 前后油价根据比值求得

### 2.1.2. OECD 库存处在相对低位

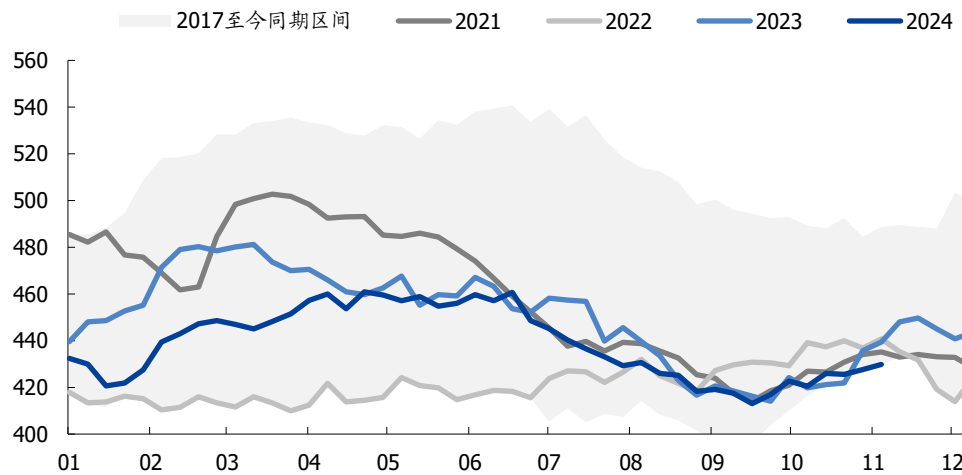
OECD 商业原油库存与倒置的油价拟合度高，说明 OECD 商业原油库存与油价存在较强负相关性。全球原油库存经历了 2021 年的大幅回落后，自 2022 年以来，虽然全球制造业 PMI 多数时间在荣枯线下，但 OPEC 减产与地缘等供给端因素导致原油库存保持相对低位。WTI 油价在 2024 年 9 月触及 65 美金/桶边际成本支撑后再度回升，并在 10 月初伊以冲突升级后短期冲高。

图表37: OECD 国家商业原油库存水位与布伦特油价的相关性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 2024 年美国商业原油库存位于偏低水平 (不含战储, 百万桶)



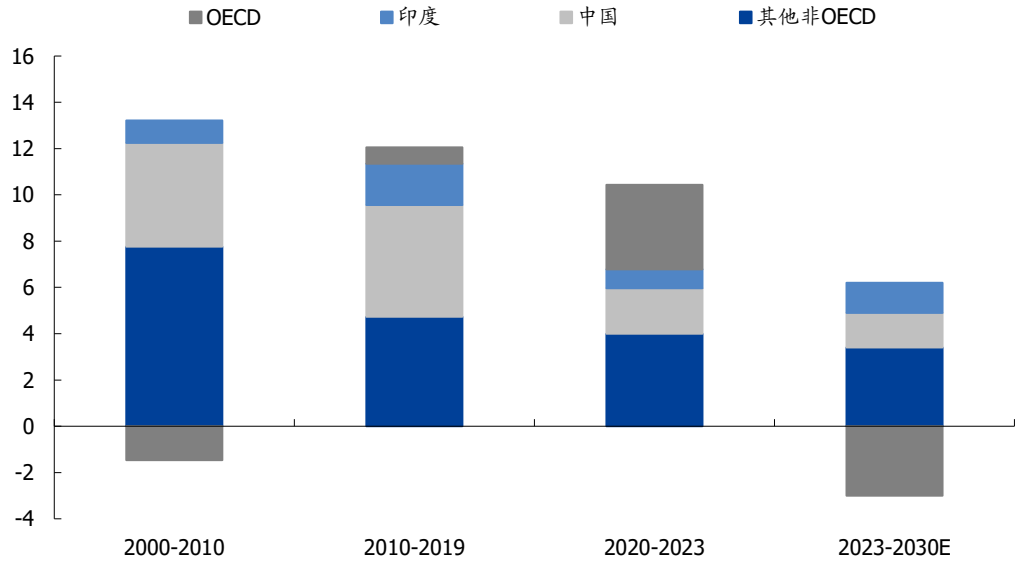
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 中期: 需求增速回落, 新兴市场支撑增长

市场对需求增速回落存在普遍担忧。然而我们认为，远期非 OECD 国家仍将支撑原油需求增长。经复盘，我们发现 2010-2019 年中国贡献了全球原油需求增量的 40%。然而，2020 年以来中国对全球原油需求增长的贡献已大幅下滑，2020-2023 年仅占全球原油需求增量的 19%。根据 IEA 《Oil 2024》，预计 2023-2030 年全球原油需求将增长 320 万

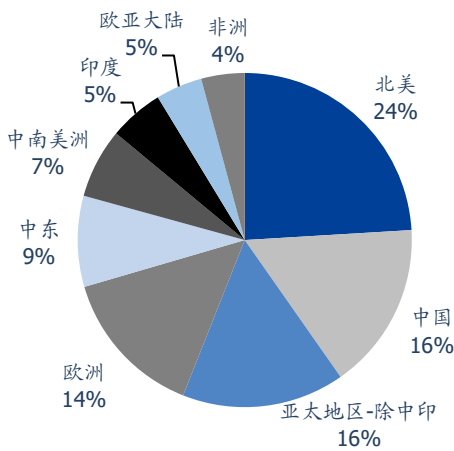
桶/天，其中 OECD 国家将下滑 300 万桶/天，非 OECD 国家将增长 620 万桶/天，其中中国、印度分别增长 150/130 万桶/天。

图表39: 未来新兴市场是原油需求的主要增量来源



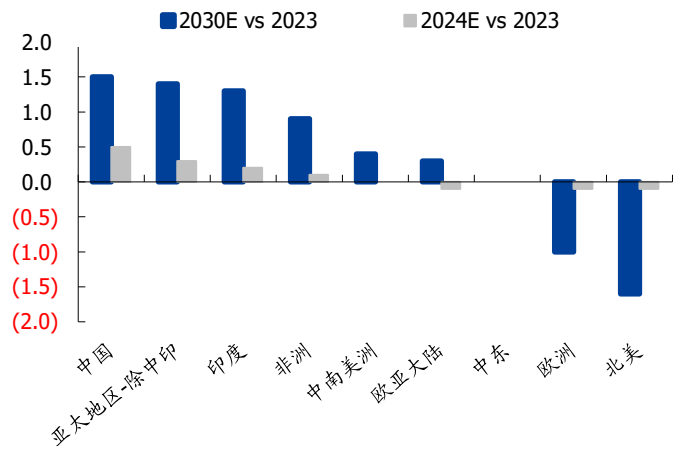
资料来源: Wind, IEA, 国盛证券研究所  
\*历史数据来自 Wind, 预测数据来自 IEA

图表40: 2023 年全球原油分国别需求占比 (%)



资料来源: IEA 《Oil 2024》, 国盛证券研究所

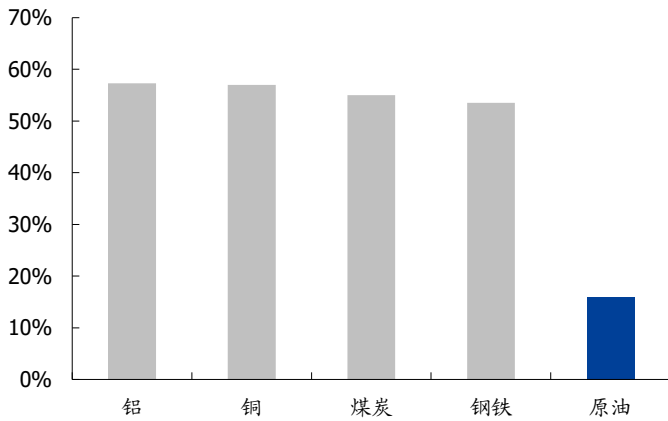
图表41: 2023-2030 年全球原油分国别需求增长 (mb/d)



资料来源: IEA 《Oil 2024》, 国盛证券研究所

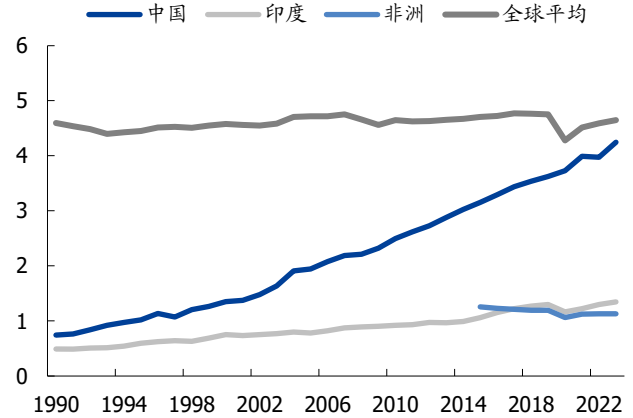
中国人均原油需求已接近全球平均水平，印度等新兴市场仍有较大提升空间。2023 年中国占全球原油消费量仅 16%，远低于铜、铝、煤炭、钢铁等大宗商品 50% 以上的需求占比。因此，中国需求变动对全球原油需求的边际影响有限。另一方面，全球来看，2023 年全球人均年度原油消费量约 4.65 桶/人，中印两国分别为 4.25、1.35 桶/人，目前中国人均原油消费已接近全球平均水平，而印度人均原油消费量约相当于 2000 年中国的水平。未来，印度、东南亚、非洲等新兴市场对全球原油需求的中长期拉动值得关注。

图表42: 中国主要大宗商品全球需求占比



资料来源: statista, S&P global, IEA, 国盛证券研究所  
注: 各产品计算年份分别为: 铝 (2021), 煤炭 (2022), 钢铁 (2022), 铜 (2023), 原油 (2023)

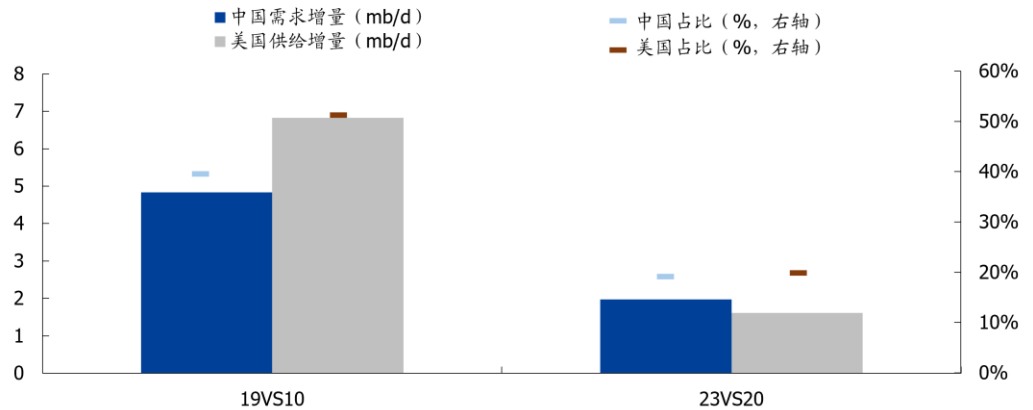
图表43: 原油人均年消费量 (桶/人)



资料来源: Wind, worldometer, 国盛证券研究所

**2020年后中国需求与美国供给增量双双下滑, 从而实现了全球供需的再平衡。**我们将中国需求与美国产量对比发现一个有趣的规律: 2010-2019年, 中国原油需求增长483万桶/天, 占全球需求增量的40%, 同一时期美国供给增长683万桶/天, 占全球供给增量的53%; 但2020-2023年, 中国原油需求增长197万桶/天, 仅占全球需求增量的19%, 同一时期美国供给增长大幅下滑至161万桶/天, 仅占全球供给增量的20%。

图表44: 2010-2019、2020-2023年中国原油需求与美国原油供给增量对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

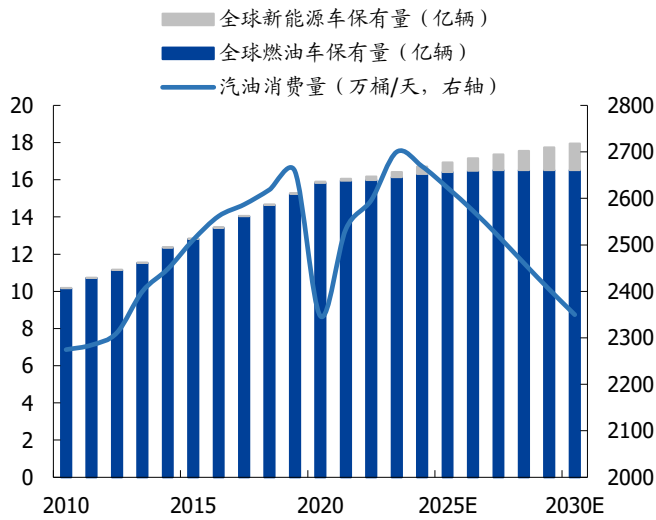
### 2.3. 长期: 新能源冲击已现, 渗透率提升斜率需跟踪

**2024年, 新能源车渗透已对全球油市造成不可忽视的影响, 对我国需求冲击相对显著。**汽油作为原油第二大下游需求, 汽车电动化的影响不可忽视。近几年来, 全球电动车销量迅速提升。截至2023年, 全球电动车保有量已达4000万辆, 渗透率约2.4%, 其中纯电车保有量为2800万辆, 渗透率约1.7%。IEA在STEPS场景中同样假设汽油将成为远期原油需求的重要拖累项。事实上, 汽油的需求存在两方面影响: 1) 燃油车效率提升, 即技术进步带来的油耗下降 (PHEV有类似的影响); 2) 纯电车保有量渗透率提升。

关键假设:

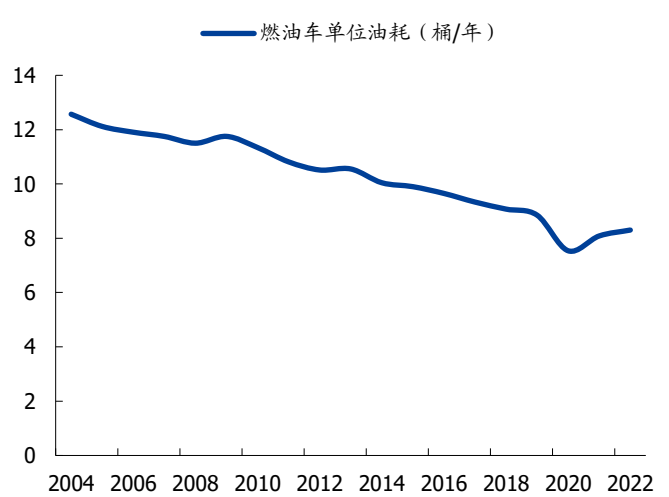
- **燃油车经济性提升:** 燃油车效率提升在历史上始终存在且对原油需求具有线性下滑的影响, 根据我们测算, 2006-2019年, 全球燃油车对汽油单耗存在约-2.3%的年均下滑幅度, 我们假设未来该因素将持续存在。对于电动车, 由于混动车型在短距离场景中接近纯电车、长距离场景接近燃油车, 我们将其纳入燃油车经济性提升的影响。
- **新能源汽车渗透:** 假设 2025-2030年燃油车销量增速为 2.4%, 参考 IEA 的 STEPS 情境, 假设 2030年电动车销量 4500 万辆, 另外我们假设纯电渗透率保持 2020-2023 年均值 69.7%。

图表45: 全球汽油消费测算



资料来源: Wind, iFind, OICA, 南宁北湖加油站, Digitimes asia, ABI, 中建科信, IEA, 《Oil 2024》, 国盛证券研究所

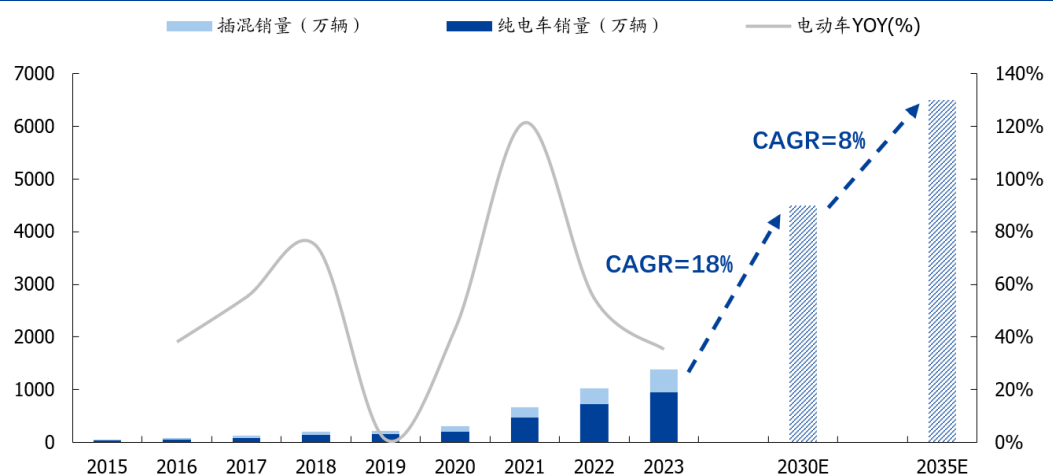
图表46: 燃油车对汽油单位消耗



资料来源: Wind, iFind, OICA, 南宁北湖加油站, Digitimes asia, ABI, 中建科信, IEA, 《Oil 2024》, 国盛证券研究所

据我们测算, 预计全球汽油消费在 2023 年达到峰值 2700 万桶/天, 2024/2030 年将降至 2667/2325 万桶/天。2023 年, 全球纯电车保有量渗透率已达 1.7%, 预计 2030 年将达 8.9%。值得注意的是, IEA 在展望报告中提及充电桩等基础设施配套不足可能导致 2030 年电动车市场份额比 STEPS 情景假设低 10%, 目前新能源车在中国销售渗透率已超 50%, 而在欧美市场以及新兴市场的增长仍面临挑战。

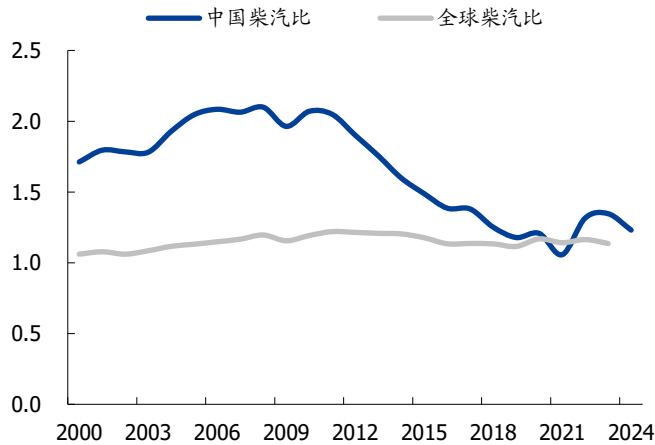
图表47: 全球电动车销量预测



资料来源: Wind, IEA, 国盛证券研究所

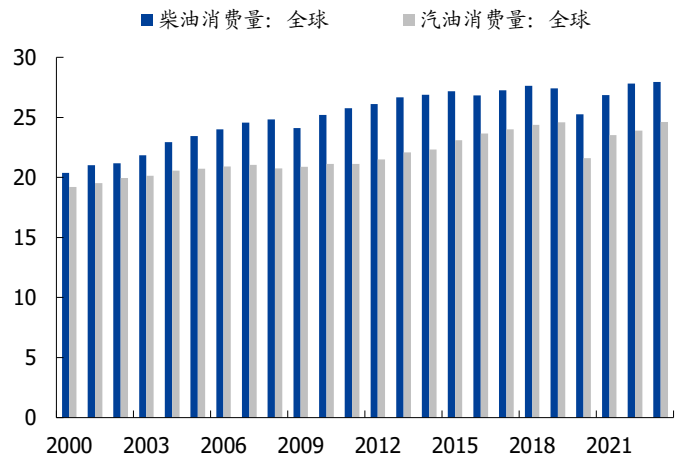
**柴油：天然适合长距离、高功率场景，未来新型国家工业化有望拉动需求平稳增长。**柴油热值较汽油高 7%，柴油发动机相比汽油发动机燃油经济性高 20-30%，且适合高功率、大扭矩场景，因此在动力电池能量密度尚未大幅提升的背景下电动化进程缓慢。柴油车常用于长距离运输、农业、制造业等行业，通常在工业化阶段柴油的需求增速高于汽油。以中国为例，柴汽比约在 2008-2010 年达峰，目前已接近全球平均水平。目前，柴油仍为原油的第一大需求，未来新兴市场工业化进程或将支撑柴油需求稳定增长。

图表48: 中国与全球柴汽比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

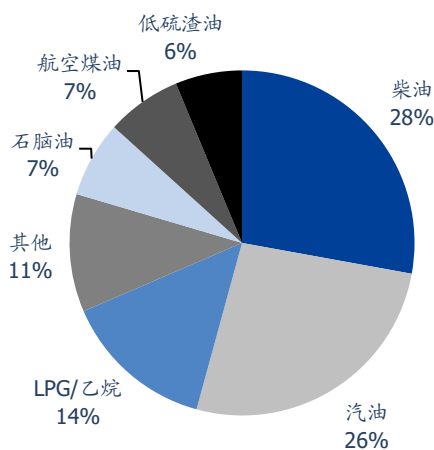
图表49: 全球汽油与柴油消费量 (mb/d)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

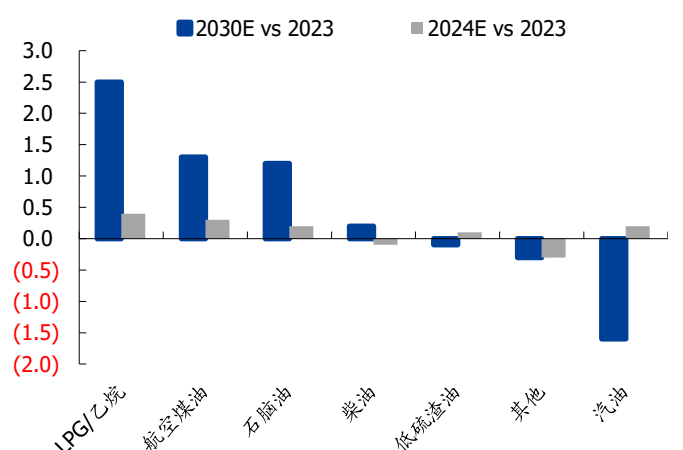
**2030 预测：2029 年达峰，长途运输与化工品贡献中长期需求增量，汽油为拖累项。**根据 IEA 《Oil 2024》，2023 年全球原油需求为 102.2mb/d，预计 2029 年将达到峰值 105.6mb/d，2030 年回落至 105.4mb/d。分产品看，2023-2030 年全球原油需求 320 万桶/天的增量中，LPG/乙烷、航空煤油、石脑油为前三大增长来源，主要反映了化工品需求与长途运输当中原油的需求刚性。汽油需求则因新能源车渗透率提升将大幅下滑，预计 2023-2030 汽油需求将下滑 160 万桶/天。

图表50: 2023 年全球原油分产品需求占比 (%)



资料来源: IEA 《Oil 2024》，国盛证券研究所

图表51: 2024 年与 2030 年相比 2023 年全球原油需求增量 (mb/d)

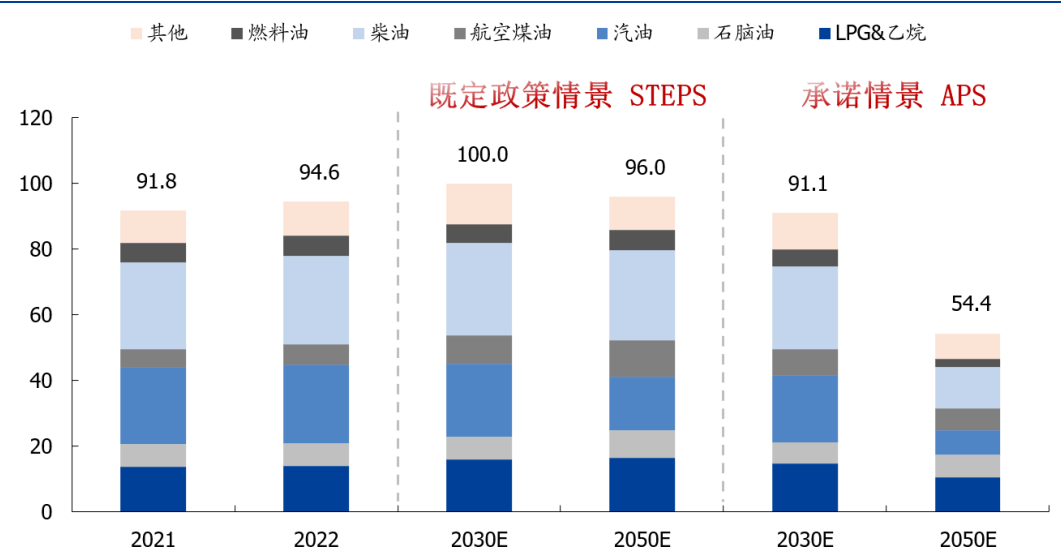


资料来源: IEA 《Oil 2024》，国盛证券研究所

**2050 预测：既定政策情形下原油需求达峰后缓慢衰退，汽油为主要拖累项。**IEA 在《World Energy Outlook 2023》中对原油需求进行了长期展望，既定政策情景 (STEPS) 中，预计 2030/2050 年原油需求分别为 100、96mb/d (百万桶/天)，即长期缓慢回落，其中主要回落项为汽油 (-6mb/d)；而在已宣布承诺情景 (APS) 中，预计 2030/2050 年原油需

求分别为 91.1、54.4mb/d，其中汽油（-12.9mb/d）、柴油（-12.5mb/d）两大交通用油均大幅回落。STEPS 情境中，IEA 对于 2030、2035 年电动车销量假设为 4500、6500 万辆，2023 年全球新能源车销量为 1380 万辆，2023-2030、2030-2035 年 CAGR 分别为 18%、8%。

图表52: STEPS 情景与 APS 情景下全球原油需求路径 (mb/d)



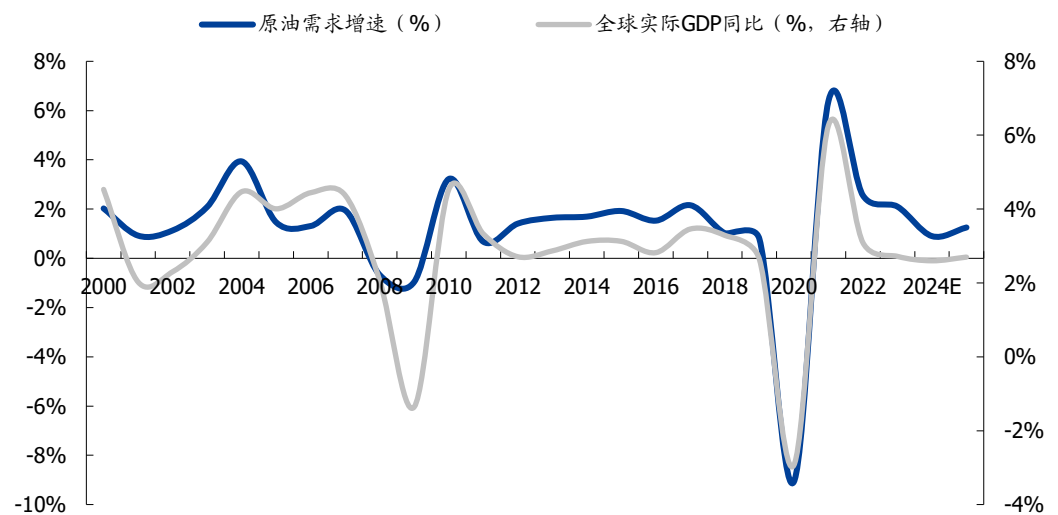
资料来源: IEA, 国盛证券研究所

### 3. 综合研判：除非需求进入深度衰退，后市关键仍在供给

**宏观面：**考虑到美联储刚开始的降息周期，宏观需求面有待企稳。2024年9月，美联储以降息 50BP 的方式开启新一轮降息周期。目前，市场多数认为本轮降息开启后美国经济虽有降速，但仍处于软着陆通道。根据我们复盘，1980年以来的 7 轮降息周期中，油价多数情况因需求疲软，走势相对偏弱。若降息后期经济基本面进一步恶化至衰退，油价也存在大幅下跌的可能。因此，中期宏观经济面企稳前，我们认为油价将在一定时间内受到衰退预期的压制。

**需求侧：**预计 2024-2026 年全球原油需求增量分别为 101、93、90 万桶/天。简单量化来看，剔除 2008-2009、2020-2021 年的极端值，2000-2023 年全球原油年均增速为 157 万桶/天（1.8%），期间全球实际 GDP 平均增速为 3.3%。世界银行预计 2024-2026 年实际 GDP 为 2.6-2.7%，不考虑其他因素，全球 GDP 增长所支撑的原油需求年均增量约 134、141、143 万桶/天（1.3%-1.4%）。另外，根据我们测算，2024-2026 年新能源车渗透与燃油车效率提升或对原油造成 33、48、52 万桶/天的需求拖累，对应 2024-2026 年原油需求增量分别为 101、93、90 万桶/天，IEA、EIA 最新月度展望预计 2025 年原油需求增量分别为 100、122 万桶/天，其中 IEA 与我们的测算水平较为相近。

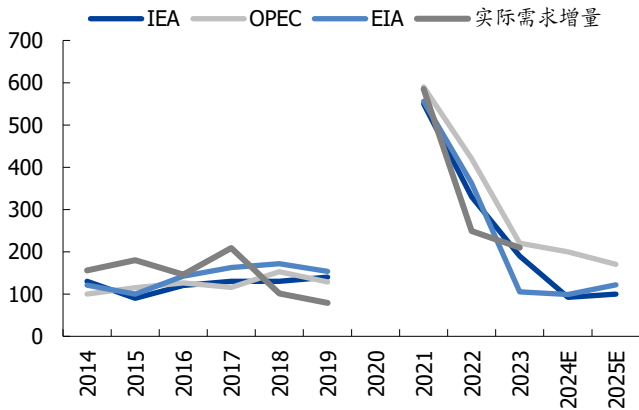
图表53: 原油需求增速与全球实际 GDP 同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

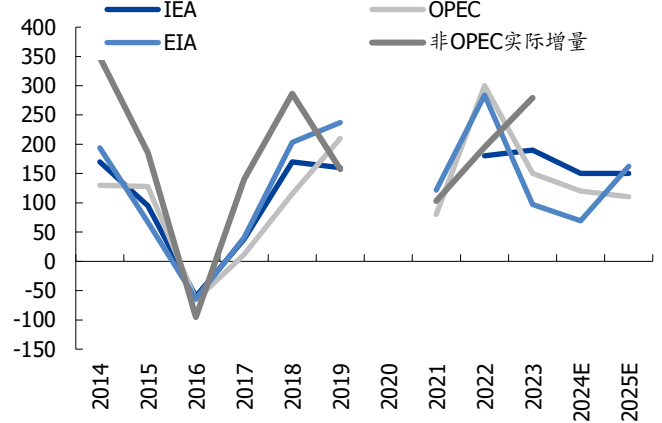
**供给侧（非 OPEC）：**IEA、EIA 预计 2025 年非 OPEC 原油供给增量超需求 55、20 万桶/天。根据三大机构每年年初对当年的供需预测来看，2024 年以来的预测数据出现了较大分歧，其中 OPEC 对 2024-2025 年的需求预测偏高，IEA 则对非 OPEC 的供给在三大机构中偏高。IEA、OPEC、EIA 分别预计 2025 年全球原油需求增量为 100、170、122 万桶/天，全球非 OPEC 原油供给增量为 150、110、162 万桶/天，三大机构预计 2025 年非 OPEC 供给-全球需求分别为 50、-60、40 万桶/天。

图表54: 三大机构对原油需求预测与实际需求(万桶/天)



资料来源: EIA, IEA, OPEC, Wind, 国盛证券研究所  
注: 剔除 2020 年异常值, 2024-2025 年预测值为机构最新月度展望数据, 其余年份均为当年 1 月份对该年份的预测数据

图表55: 三大机构对非 OPEC 原油产量预测与实际产量(万桶/天)



资料来源: EIA, IEA, OPEC, Wind, 国盛证券研究所  
注: 剔除 2020 年异常值, 2024-2025 年预测值为机构最新月度展望数据, 其余年份均为当年 1 月份对该年份的预测数据

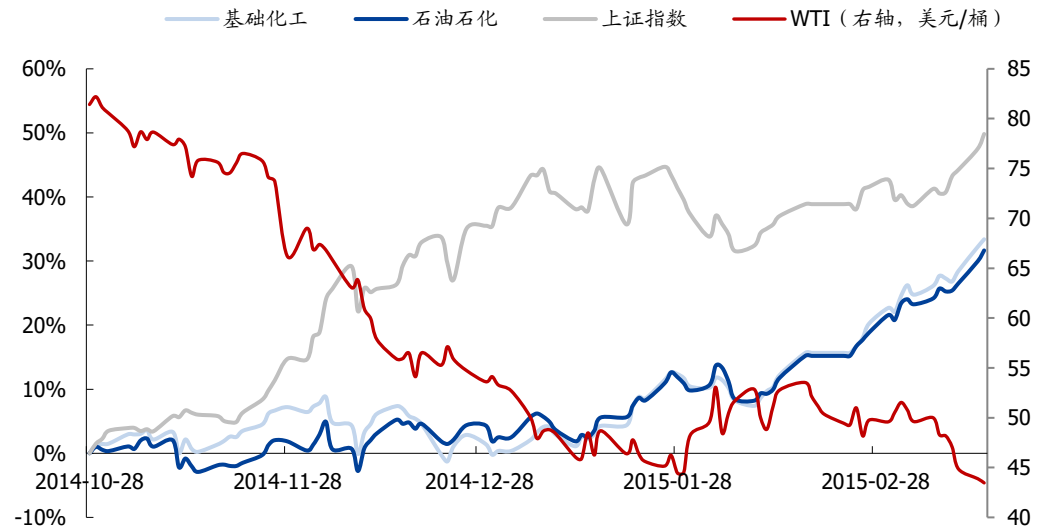
**供给侧(OPEC+):** 伊以局势升级后, 美国若对伊朗制裁加剧, 或将对冲 2025 年 OPEC 增产对油价的压力。根据我们测算, 本轮 OPEC+ 实施 586 万桶/天减产以来, OPEC+ 原油产量实际下滑约 327 万桶/天, 最新一轮 220 万桶/天减产实际减产规模为 119 万桶/天。若 OPEC+ 在 2025 年 1 月逐步取消 220 万桶/天减产, 则预计未来 12 个月将新增 60 万桶/天原油产出, 且增产前期新增的供给较为有限。另一方面, 伊朗目前处于 OPEC 减产豁免行列, 2024 年 10 月 1 日伊以局势进一步升级后, 美国政府宣布将进一步扩大对伊朗石油与天然气行业制裁, 假设后续伊朗因制裁加剧回吐 2023 年以来 71 万桶/天的增产量, 或将对冲 OPEC 增产对油价形成的压力。

## 4. 投资建议

**油价震荡背景下，石化板块有望迎来战略级配置机遇。**在油价上行阶段，石化板块往往可以实现优异的相对表现。以 2014-2015 年的彼轮牛市为例：

- **油价下行期间**（2014年10月28日-2015年3月17日）：WTI原油下跌47%。期间，石油化工指数上涨32%，基础化工指数上涨33%，表现均相对落后于上证指数同时期涨幅50%；

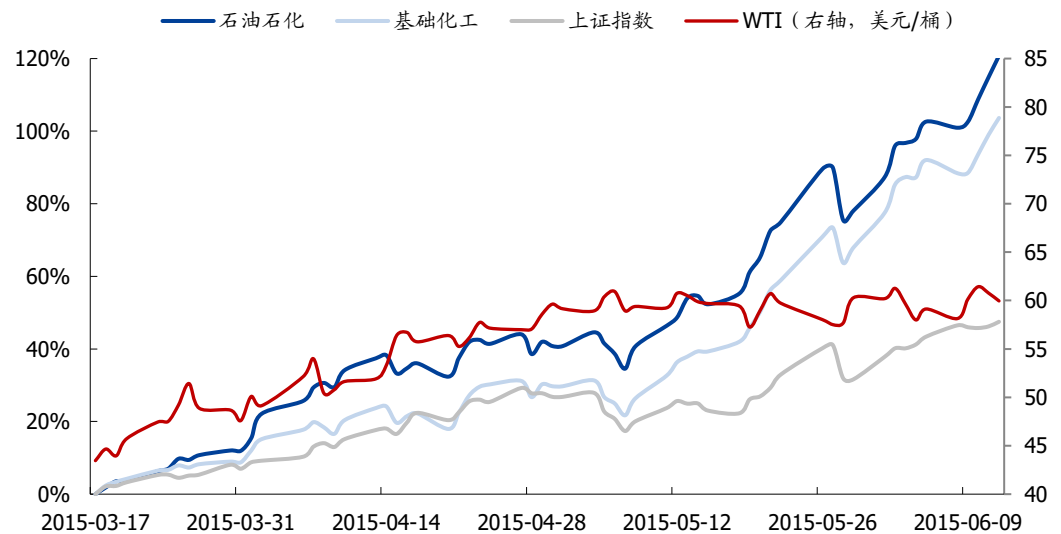
图表56: 彼轮牛市中，油价下跌期间（2014年10月28日-2015年3月17日）化工整体表现弱于大盘



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **油价反弹上行阶段**（2015年3月17日-2015年6月12日）：WTI原油反弹38%。期间，石油化工指数上涨121%，基础化工指数上涨104%，上证指数涨幅47%。化工板块表现后来居上领先大盘。

图表57: 彼轮牛市中，油价上涨期间（2015年3月17日-2015年6月12日）化工整体表现强于大盘



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

近期，在地缘、供给、需求均存在不确定因素的背景下，油价波动加剧的可能性增加。我们认为，若油价（在超跌或盘整后）进入阶段性上行，可把握战略级配置机遇。原油作为诸多石化产品的“定价锚”，其价格变化对能源化工企业盈利存在不同影响，若油价（在盘整或超跌后）进入阶段性上行，我们看好：

**（一）成长性优异的“能源价差”、油气生产标的：**油价上行将使得“能源价差”标的以及油气生产标的单位盈利走扩，叠加优异的成长性，便可实现乘数效应。对于“能源价差”标的而言，油价是其主要产品的“定价锚”，而其成本端主要与煤炭、天然气等其它能源价格关联。因此在油价上行时期，其单吨盈利快速扩大。其中，我们重点看好**卫星化学、宝丰能源**。同时，油气生产企业单位盈利与油价关联程度高，我们重点看好其中的高成长标的**中曼石油**；

**（二）高股息油气生产标的：**红利风格近年来成为市场重要主线。油气股的分红回报与油气景气度关联度高，分红回报有望增厚。看好**中国海油、中国石油、中国石化**；

**（三）受益于油价上行的石化板块龙头：**一方面，油价温和上行将有利于原油加工企业实现库存收益。同时，出于“买涨不买跌”的心态，下游会在油价上行时期一定程度上增加采购。因此，**荣盛石化、恒力石化、桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化**等标的有望受益。

## 5. 风险提示

**OPEC+产量变动:** OPEC+减产政策通常在部长级会议决定并执行,但也可能有部分产油国提前宣布减产,且暂定的产量政策也存在调整可能,因此该组织产量政策存在不确定性风险。

**地缘风险:** 中东地缘局势变化将对原油供给造成影响,进而影响油价波动。

**宏观不确定性:** 美联储新一轮降息周期开启,经济基本面的确认需要进一步的数据支撑,未来存在不确定性风险。

**测算误差风险:** 本文涉及 OPEC 原油产量、全球原油需求量等可能存在个人假设所导致的测算误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com