

国盛化工

石油石化双周跟踪

杨义韬 分析师 S0680522080002

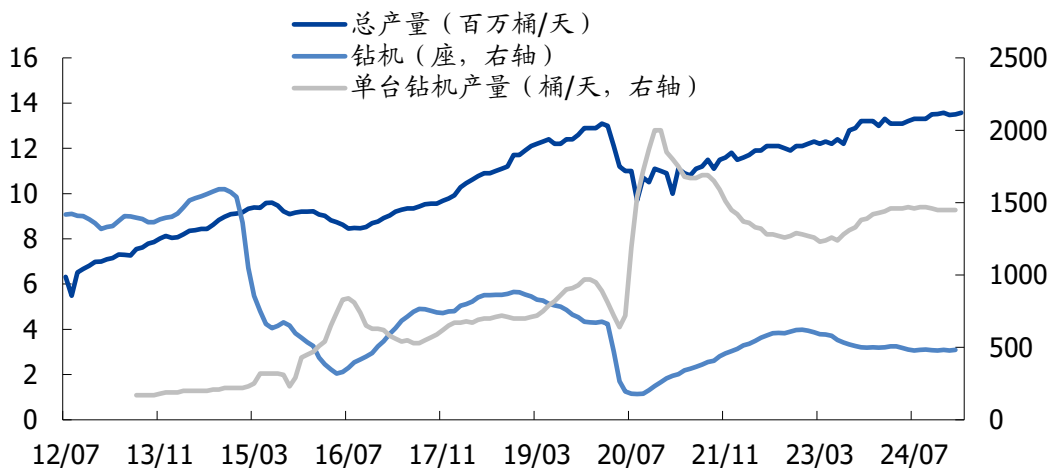
王瀚晨 研究助理 S0680123070027

- **两大机构3月月报：**EIA预计2025年非OPEC+供给以及全球需求增量分别为135万桶/天（-12）、127万桶/天（-6）；IEA则预计分别增加150万桶/天（-10）、100万桶/天（-10）。
- **供给侧：OPEC+公布5月超预期增产计划，减产联盟态度出现反转：**4月3日，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼重申致力于市场稳定，展望更健康的石油市场，并上调产量。欧佩克+成员国同意原计划在5月份的增产，另外每月增产两次，并将于5月5日举行会议，决定6月份的产量水平。欧佩克+将在2025年5月实施41.1万桶/天的产量调整，相当于三个月的增量。
- **需求侧：特朗普超预期关税下，或将拖累全球石油需求。**3月，美国制造业PMI重回荣枯线下，失业率升至4.2%（前值4.1%），特朗普本轮对等关税大超市场预期，未来一段时间或将拖累全球石油需求增长，原油、铜价、美股出现显著的衰退交易特征。此外，4月原本为石油消费淡季，因此在OPEC+态度明显转向叠加需求悲观背景下，我们认为4月油价或将迎来一轮较为顺畅的下跌行情。
- **我们前期看跌油价的三大逻辑已验证两个，OPEC+在超预期关税后宣布增产，维护油价的态度已发生反转。**此前我们提出油价看跌的三大理由：1) 近期再度走弱的美国经济基本面；2) OPEC减产态度的转向；3) 俄乌冲突缓和的可能；目前已验证两点，另外，在北京时间4月3日凌晨特朗普宣布超预期关税后，下午OPEC+随即宣布超预期增产，一定程度上反映出减产联盟维护油价的态度明显反转。
- **如何看待下跌深度，关注两大支撑。**1) 页岩油边际成本支撑：2025Q1，美国页岩油新井开发盈亏平衡油价（WTI）为64美金/桶，现有油井盈亏平衡油价为39美金/桶；2) 历史对标：2008、2015、2020年，布伦特油价分别交易出了36.2、46.4、20美金/桶的底部价格，其中2008与2020年主要受需求影响，2015年主要受供给端影响（2014年6-9月，OPEC增产109万桶/天，11月会议决定不减少供应），本轮供需两端均受影响但强度有待验证，供给端2014年OPEC+面临美国页岩油快速增产的局面，而目前美国页岩油增产幅度显著小于2014年，关注5月5日OPEC+会议态度；需求端关税战的实际影响尚难预期，若后续谈判出现缓和，则需求端利空强度或将相对弱于前两轮下行周期。

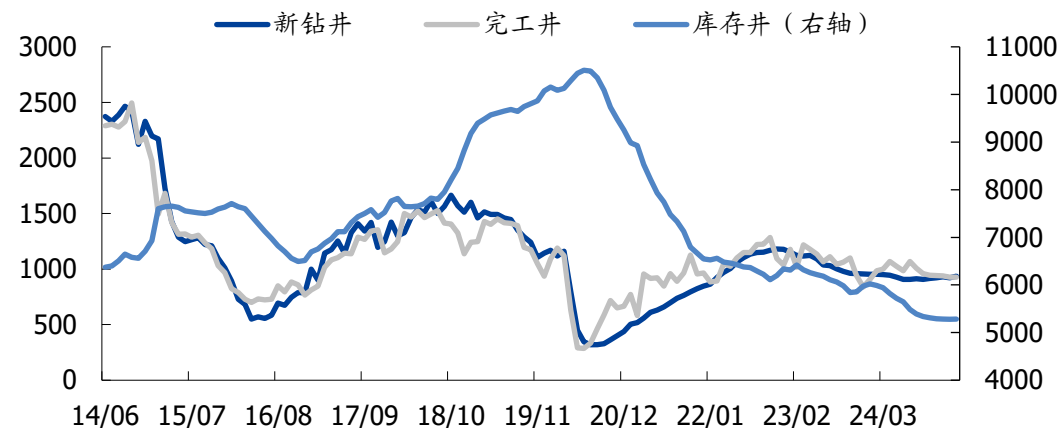
供给侧（美国）：2024年9月以来美国单台钻机产量触顶回落

■ 3月，美国原油产量为1358万桶/天，环比增长7.2万桶/天，二叠纪盆地单台钻机产量自2024年8-9月达1470桶/天峰值后，截至2025年2月已下滑至1450桶/天。

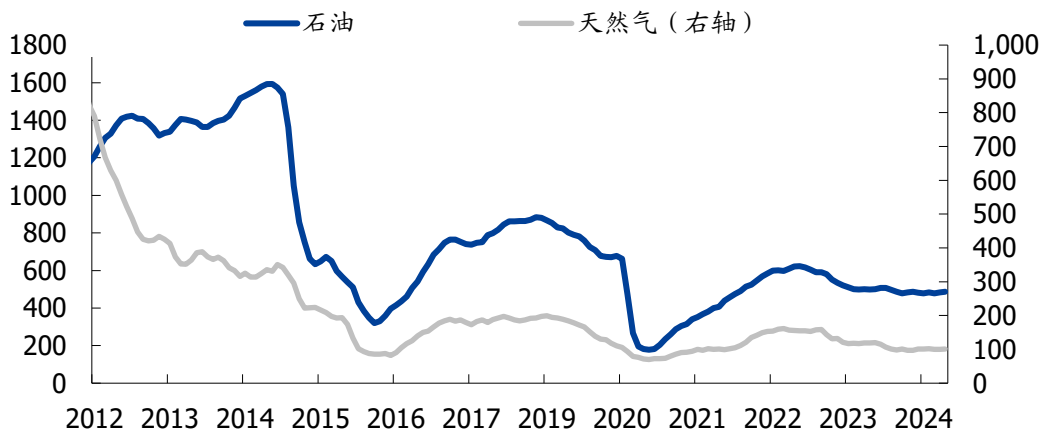
美国原油产量与钻机数跟踪



美国三大井数跟踪 (座)



美国石油和天然气钻机数跟踪 (部)

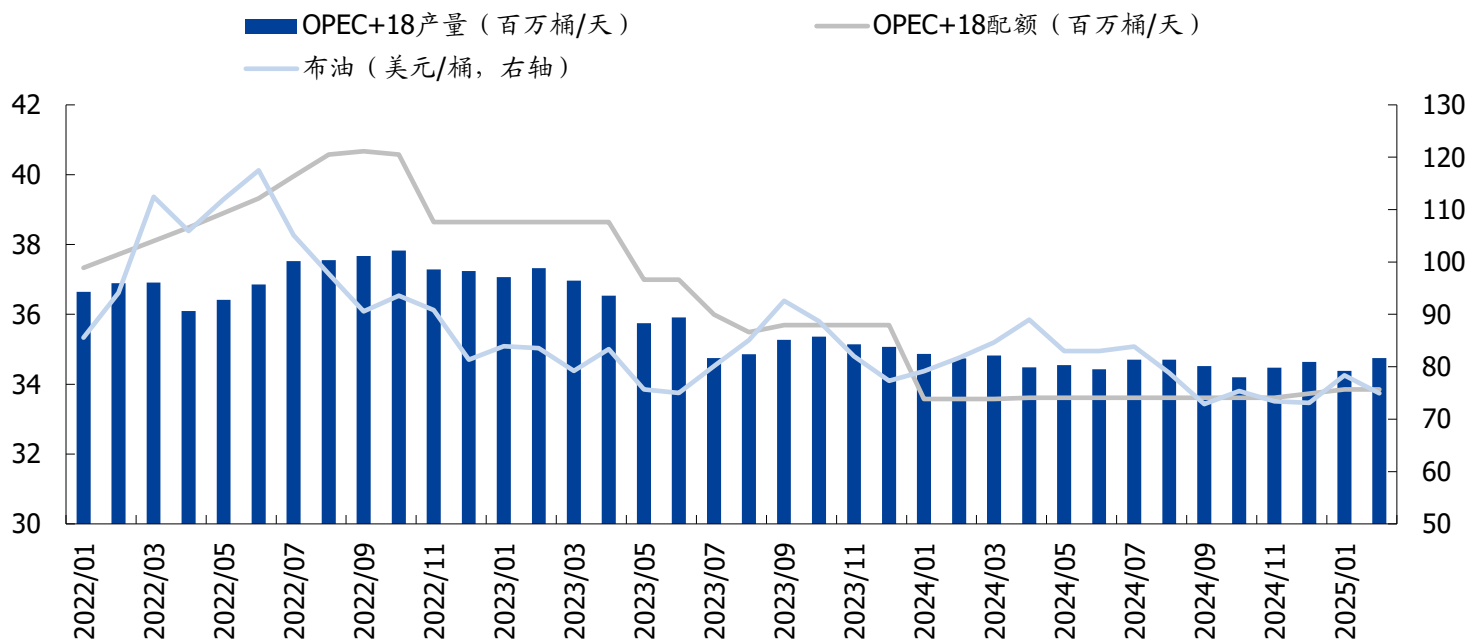


美国陆上与海上钻机数跟踪 (部)

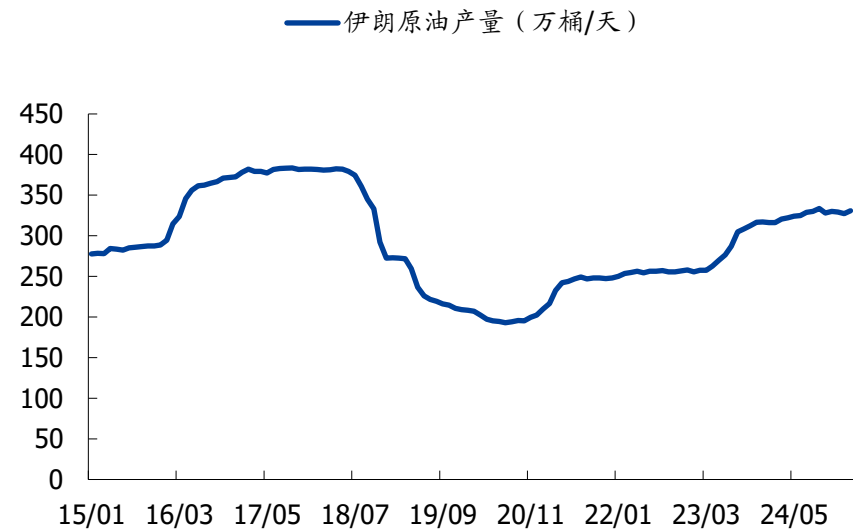


- OPEC+公布5月超预期增产计划，减产联盟态度出现反转：**4月3日，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼重申致力于市场稳定，展望更健康的石油市场，并上调产量。欧佩克+成员国同意原计划在5月份的增产，另外每月增产两次，并将于5月5日举行会议，决定6月份的产量水平。欧佩克+将在2025年5月实施41.1万桶/天的产量调整，相当于三个月的增量。
- 伊朗产量暂未受制裁影响。**目前伊朗仍处于OPEC 减产豁免行列。若制裁加剧切实导致供给减少，则伊朗潜在回吐量可与OPEC+预期增产量形成一定对冲。近期伊朗制裁尚未对其产量造成实质影响，2月，伊朗原油产量为331万桶/天，环比增长3.5万桶/天。

OPEC+18国配额与产量 (mb/d)



伊朗原油产量跟踪



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

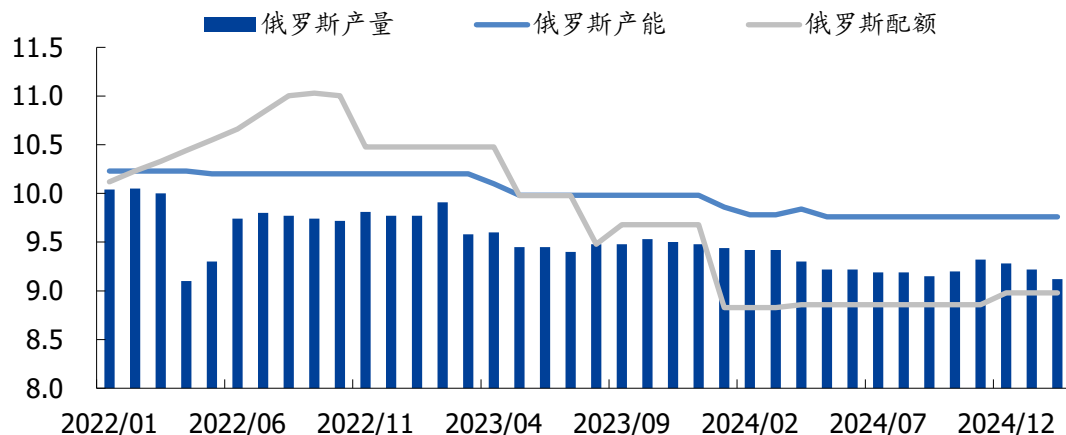
注2: OPEC-9包括: 阿尔及利亚、刚果、赤道几内亚、加蓬、伊拉克、科威特、尼日利亚、沙特阿拉伯、阿联酋

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

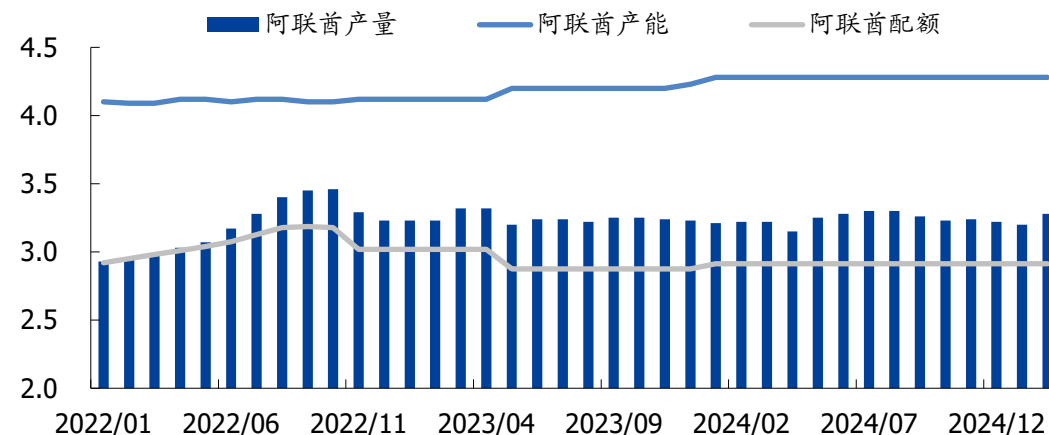
供给侧 (●PEC+) : 减产或面临转向, 关注伊俄制裁效果

- 2月, 俄罗斯原油产量为912万桶/天, 环比下滑10万桶/天。
- 2月, 中东地区主要产油国产量整体趋势呈现回升态势, 减产执行率有所弱化。

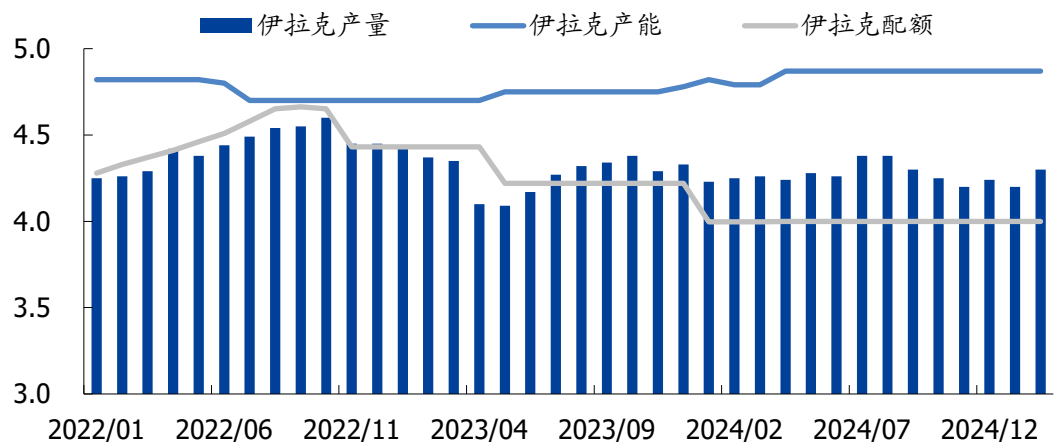
俄罗斯原油生产月度跟踪 (mb/d)



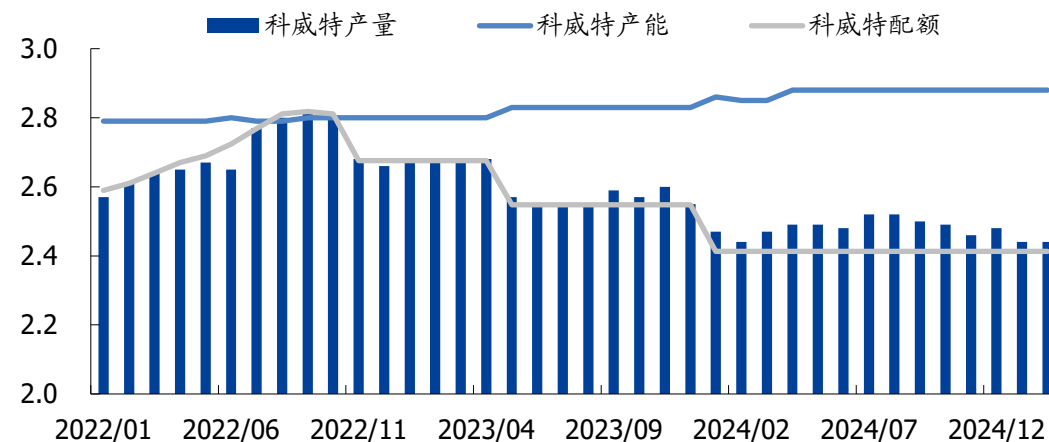
阿联酋原油生产月度跟踪 (mb/d)



伊拉克原油生产月度跟踪 (mb/d)



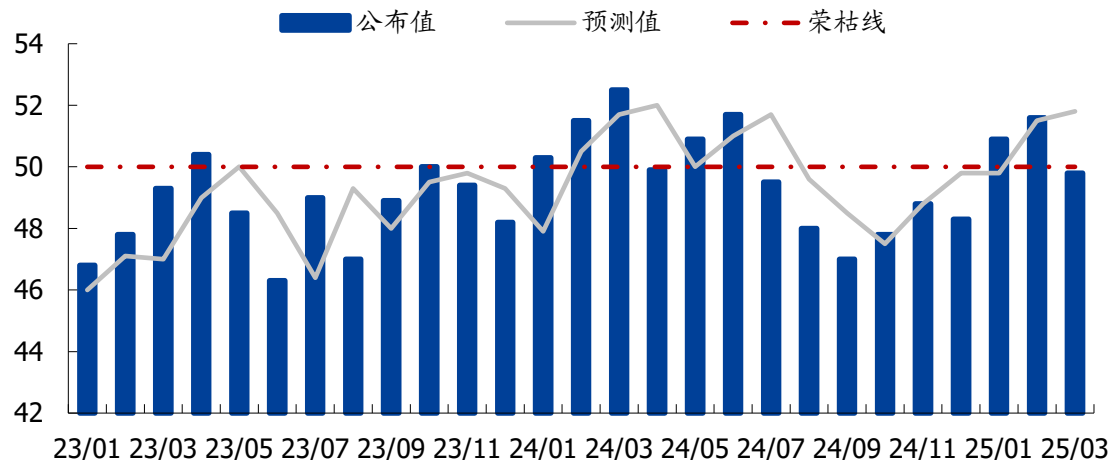
科威特原油生产月度跟踪 (mb/d)



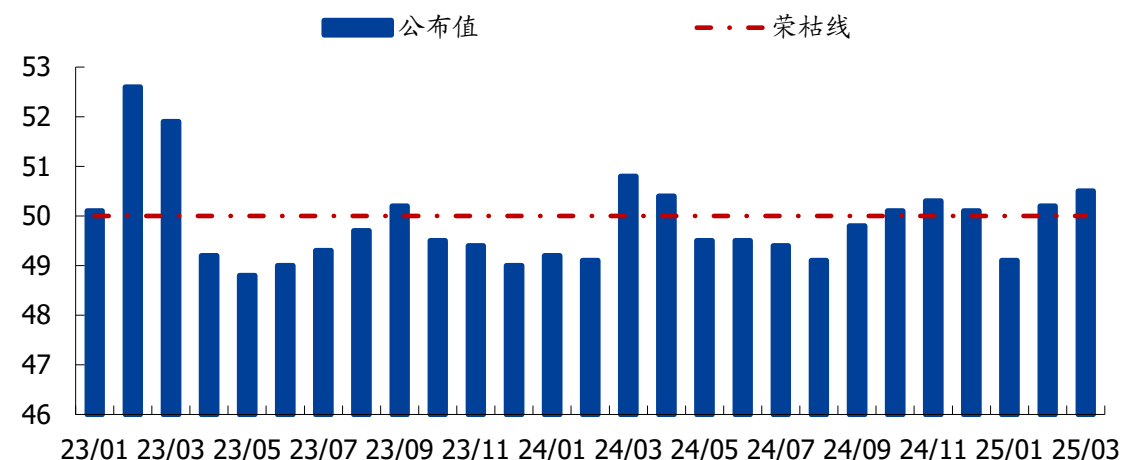
需求：3月美国制造业PMI降至荣枯线下

■ 3月美国制造业PMI降至荣枯线下，中国制造业PMI保持回升趋势。

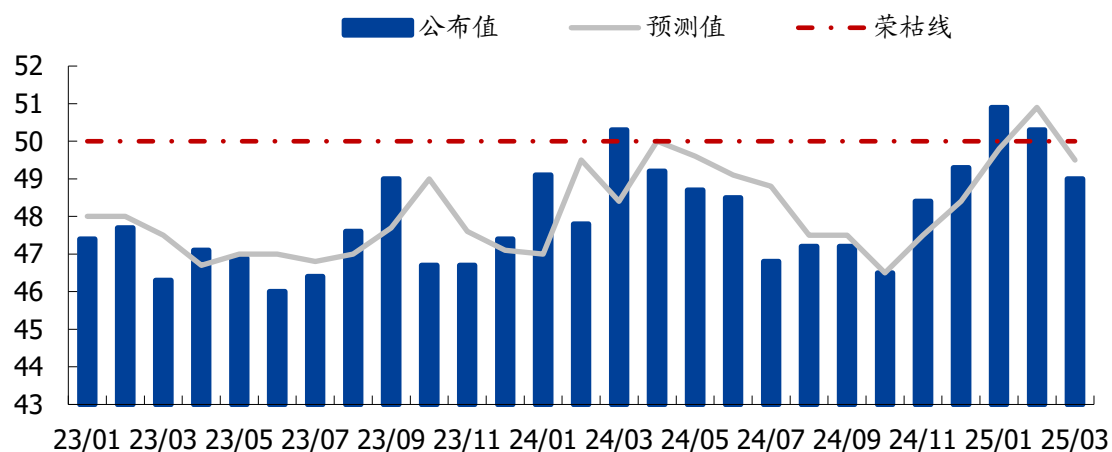
全球制造业PMI初值 (%)



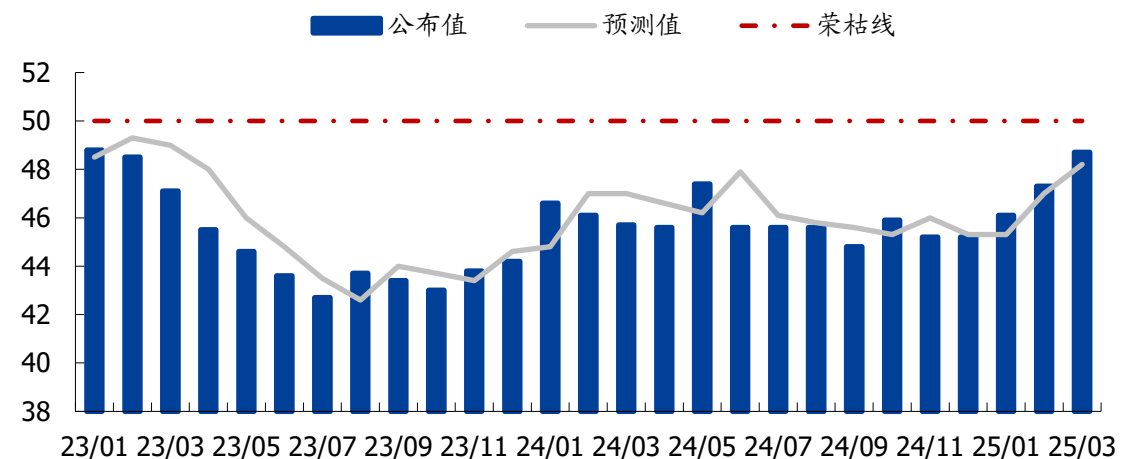
中国制造业PMI (%)



美国制造业PMI (%)



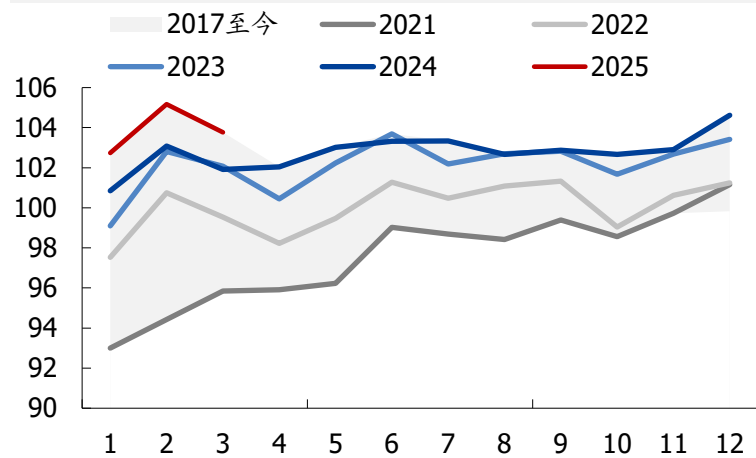
欧元区制造业PMI (%)



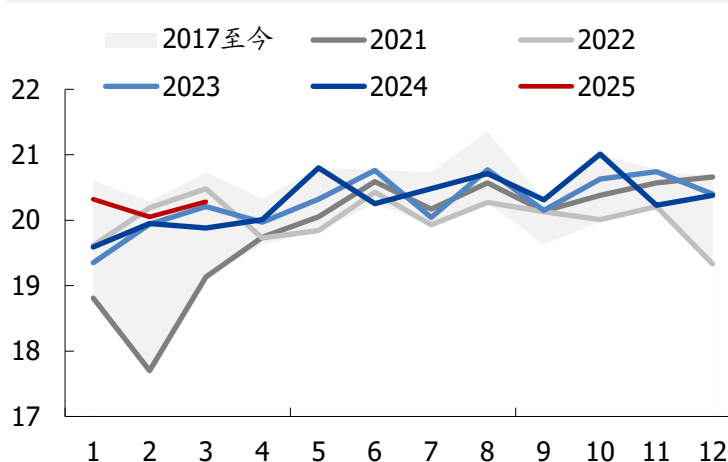
需求：全球石油消费月度跟踪

■ 2025年1-3月全球石油消费增长强于2024年同期。

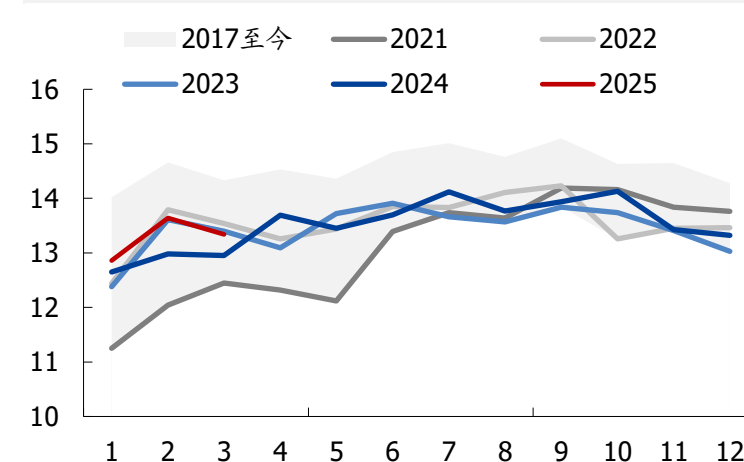
全球石油月度消费量 (mb/d)



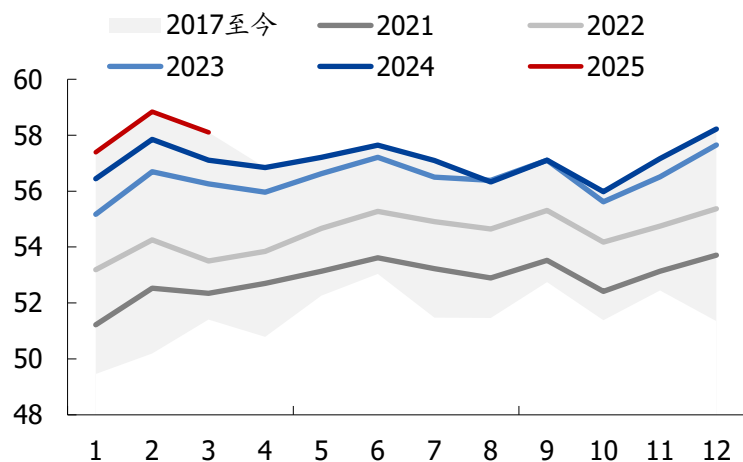
美国石油月度消费量 (mb/d)



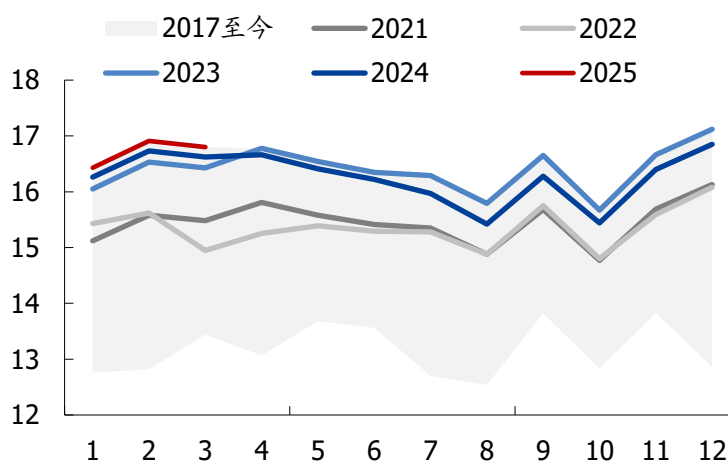
欧洲石油月度消费量 (mb/d)



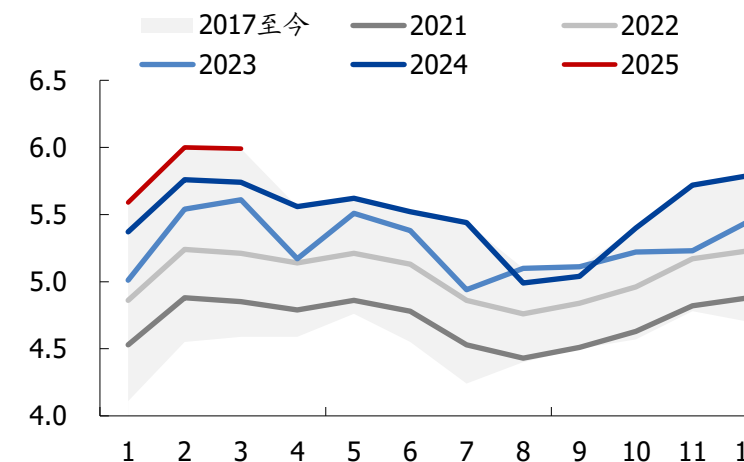
非OECD石油月度消费量 (mb/d)



中国石油月度消费量 (mb/d)



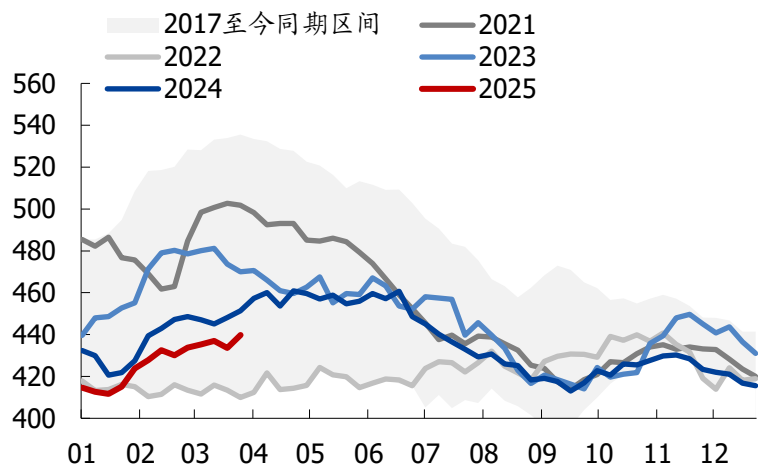
印度石油月度消费量 (mb/d)



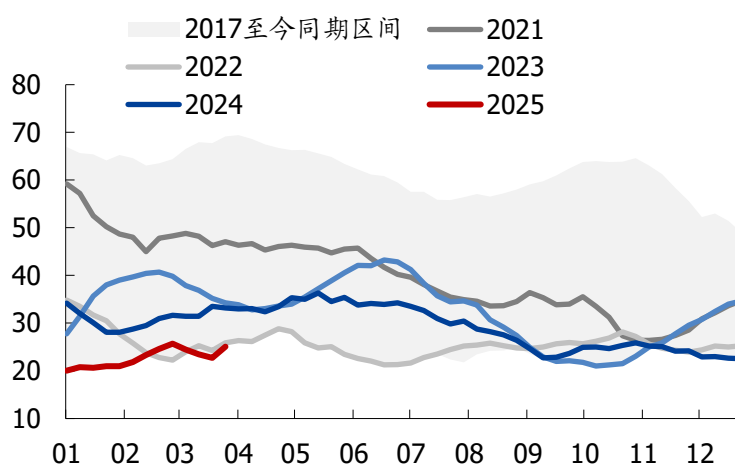
库存：供需逻辑转换下，4月原油或将超预期累库

■ 2025年1-4月，美国商业原油库存进入季节性累库阶段，对油价形成一定压制。

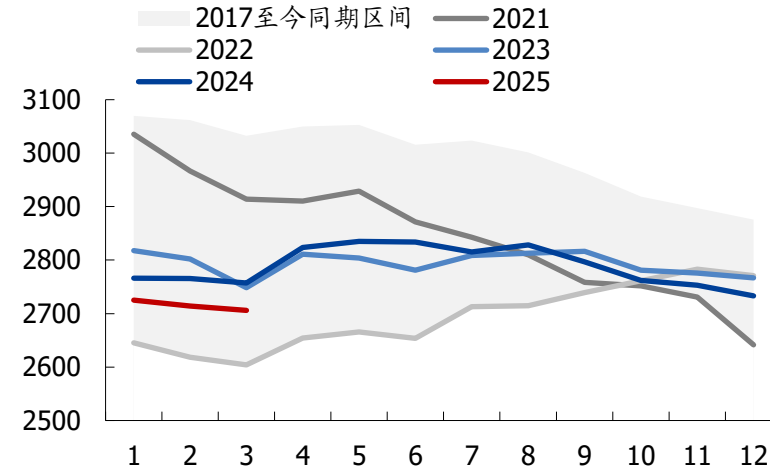
美国商业原油库存：不含战储（百万桶）



美国库欣原油库存（百万桶）



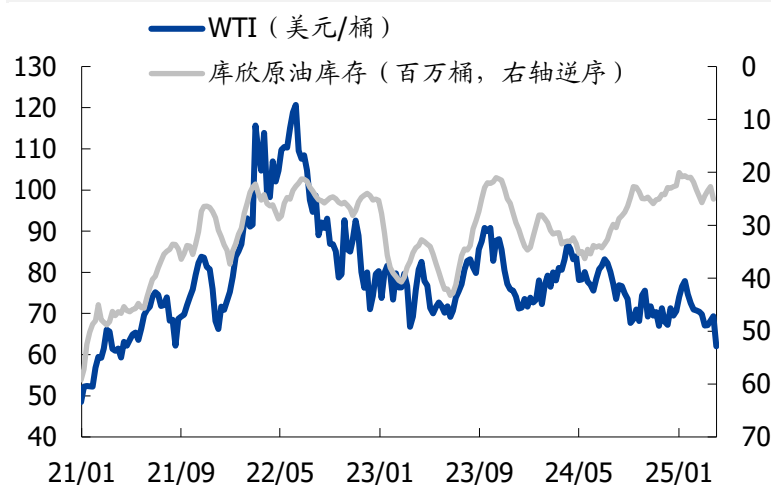
OECD商业原油库存（mb/d）



美国商业原油库存与油价



库欣原油库存与油价



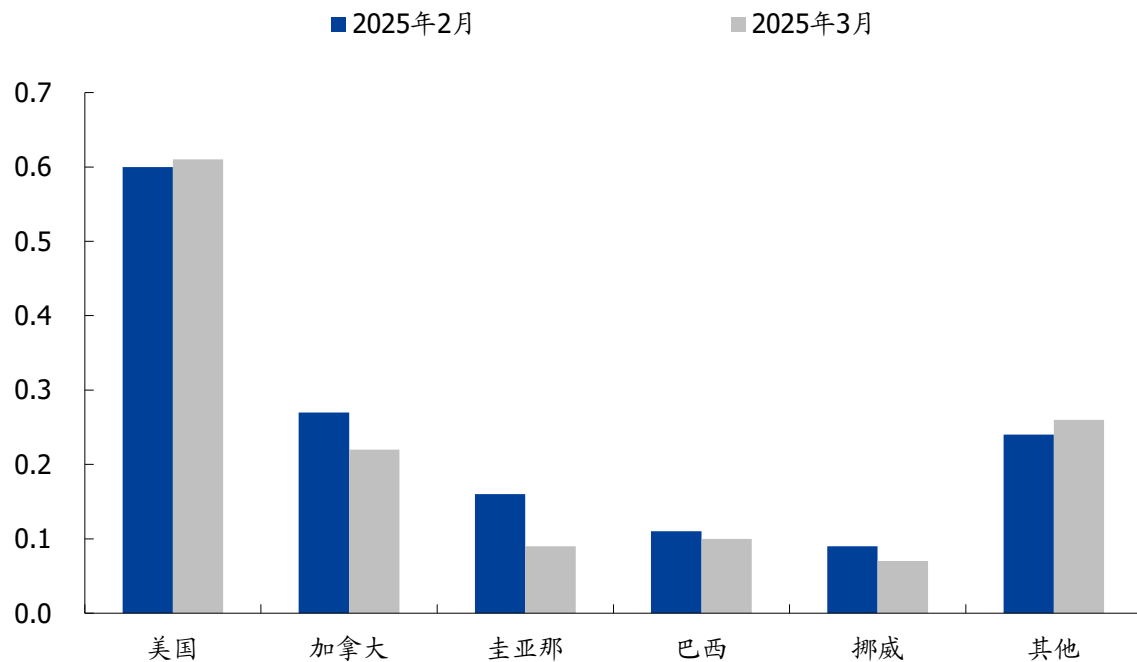
OECD商业原油库存与油价



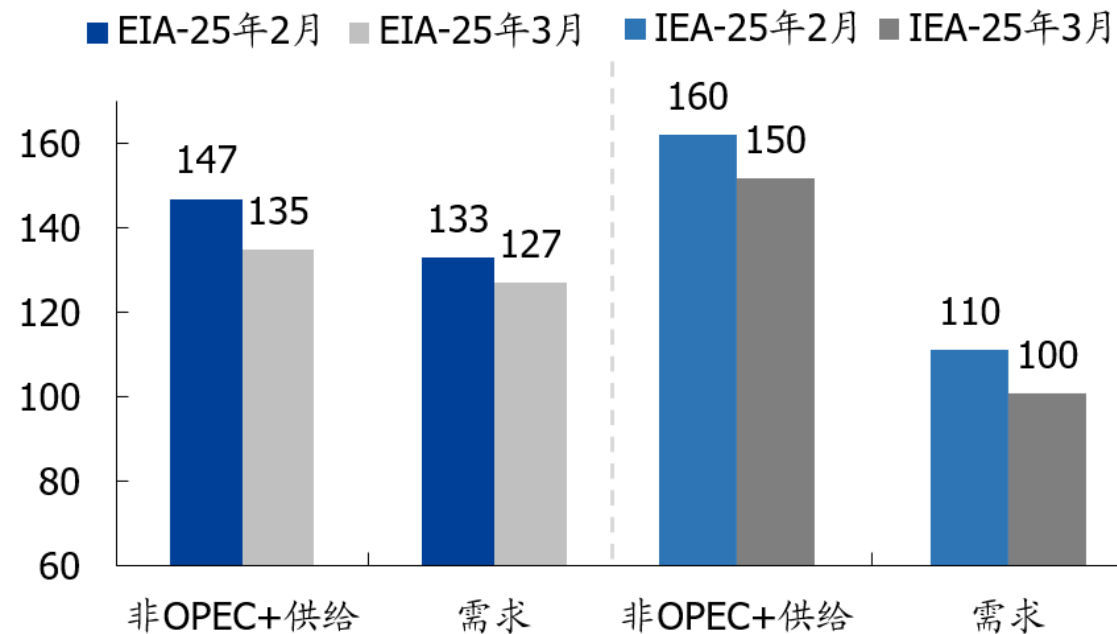
供需平衡：两大机构调增2025需求预期，美国增产预期增加

- 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。EIA预计2025年非OPEC+供给以及全球需求增量分别为135万桶/天（-12）、127万桶/天（-6）；IEA则预计分别增加150万桶/天（-10）、100万桶/天（-10）。
- 两大机构3月月报同时下调非OPEC供给增量与全球需求增量预期。

EIA预计:全球分地区原油供给增量 (mb/d)



两大机构：2025年非OPEC供给与全球需求增量 (万桶/天)



供需平衡：两大机构调增2025需求预期，非OPEC+供给变化不大

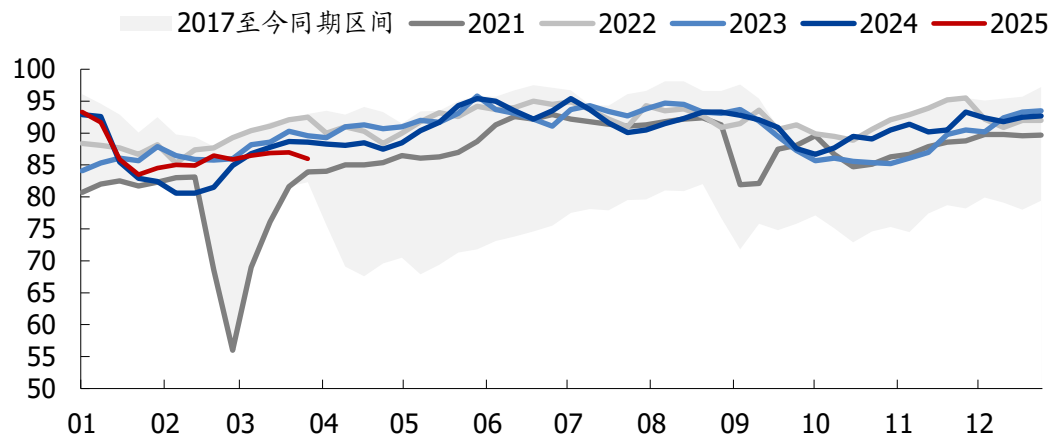
■ 2025年供需平衡：目前看供应过剩压力或逐步加大，三季度后或将转向累库。

全球石油和其他液体供需平衡表

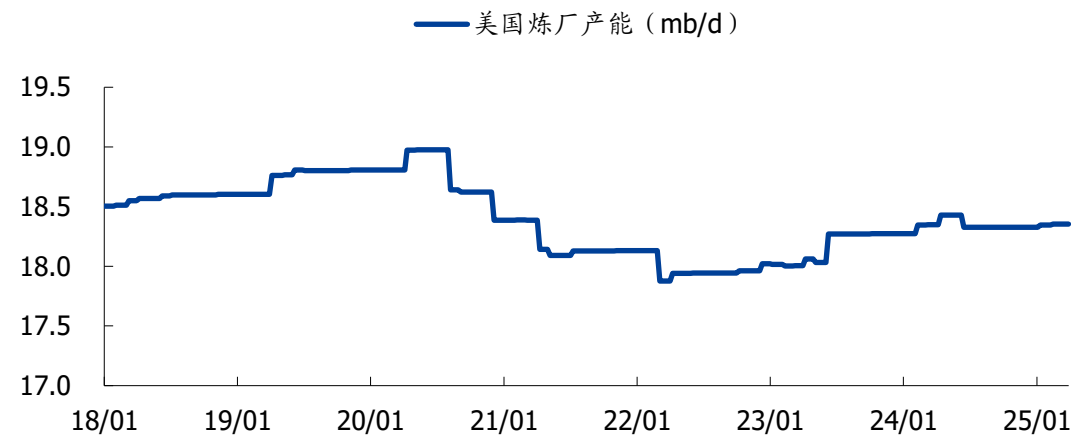
	Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
全球产量 (百万桶/天)	101.6	101.8	102.0	103.3	102.2	102.8	102.7	103.4	103.4	103.7	104.5	105.1
OPEC	32.8	32.7	31.9	32.2	32.4	32.5	32.4	32.4	32.5	32.2	32.3	32.4
非OPEC	68.8	69.1	70.1	71.1	69.8	70.4	70.4	71.0	70.9	71.5	72.2	72.7
美国	21.3	21.7	22.3	22.6	21.9	22.8	22.9	23.3	23.0	23.3	23.4	23.6
其中: 原油	12.7	12.8	13.1	13.3	12.9	13.2	13.3	13.5	13.5	13.6	13.6	13.8
加拿大	5.8	5.4	5.8	6.1	6.0	5.8	5.9	6.3	6.3	6.0	6.2	6.4
巴西	3.6	4.2	4.8	4.5	3.9	4.4	4.7	4.2	3.9	4.5	4.8	4.4
圭亚那	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9
俄罗斯	11.2	10.8	10.8	10.9	10.8	10.6	10.3	10.4	10.4	10.4	10.5	10.5
其他	26.7	26.6	26.1	26.6	26.6	26.2	26.0	26.2	26.6	26.7	26.7	26.9
全球消费量 (百万桶/天)	100.5	102.0	102.4	102.4	102.0	102.9	103.1	103.5	103.9	103.7	104.5	104.5
OECD	45.3	45.5	45.9	46.0	44.8	45.6	46.2	46.4	45.8	45.4	46.2	46.2
美国	19.8	20.4	20.3	20.6	19.8	20.4	20.5	20.6	20.2	20.4	20.7	20.5
欧洲	13.9	14.4	14.5	14.2	13.6	14.4	14.8	14.4	14.0	14.2	14.6	14.4
其他	11.6	10.8	11.1	11.2	11.4	10.8	10.9	11.4	11.5	10.7	10.9	11.4
非OECD	55.3	56.5	56.5	56.4	57.2	57.3	56.9	57.2	58.1	58.4	58.2	58.3
中国	16.1	16.3	16.0	16.3	16.6	16.5	15.9	16.3	16.7	16.8	16.3	16.6
印度	5.3	5.4	5.0	5.4	5.6	5.6	5.2	5.6	5.9	5.9	5.5	5.9
其他	33.8	34.7	35.5	34.8	35.0	35.2	35.8	35.3	35.5	35.7	36.4	35.8
产量-消费 (百万桶/天)	1.1	-0.15	-0.39	0.86	0.21	-0.06	-0.35	-0.14	-0.47	-0.06	0.03	0.6
WTI油价 (美元/桶)	76.0	73.5	82.3	78.6	77.5	81.8	76.4	70.7	71.3	70.5	71.5	69.5
Brent油价 (美元/桶)	81.0	78.0	86.6	83.9	83.0	84.7	80.0	74.7	74.9	74.0	75.0	73.0

- 美国炼厂开工率相较2023-2024年同期偏弱，国内主营炼厂开工4-6月进入检修季或季节性回落，独立炼厂开工率弱于季节性。

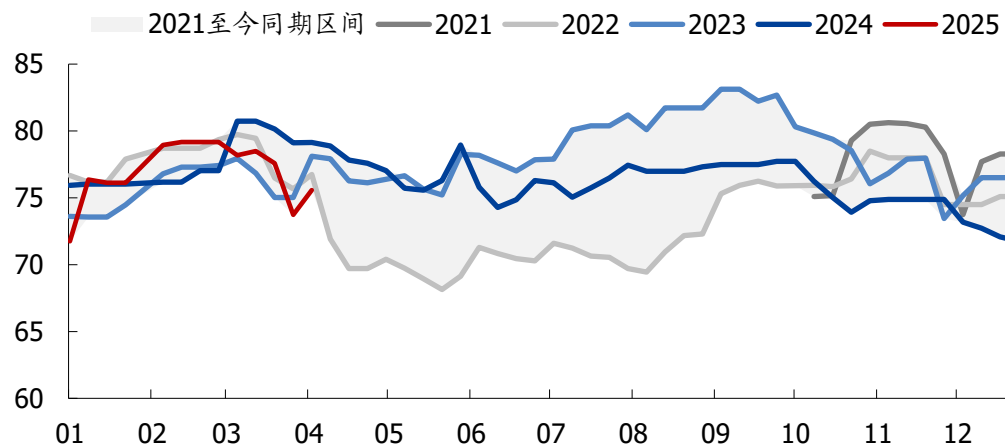
美国炼厂开工率 (%)



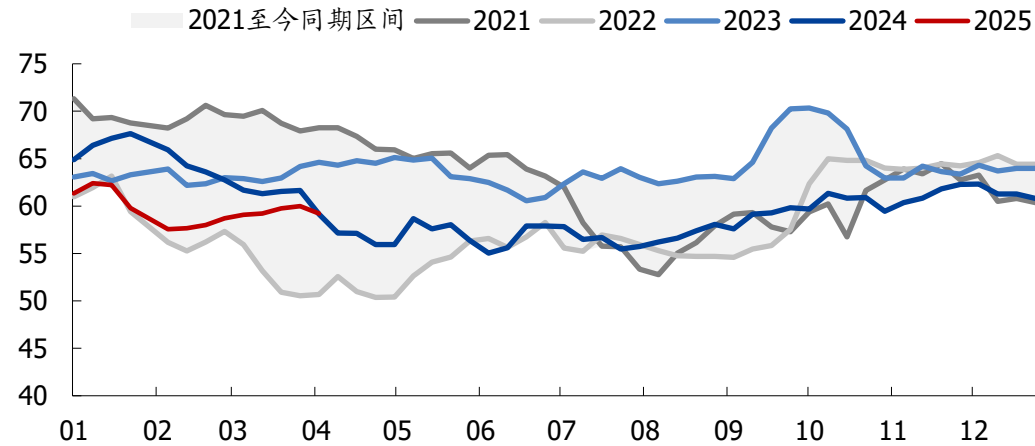
美国炼厂产能



中国主营炼厂开工率 (%)



中国独立炼厂开工率 (%)

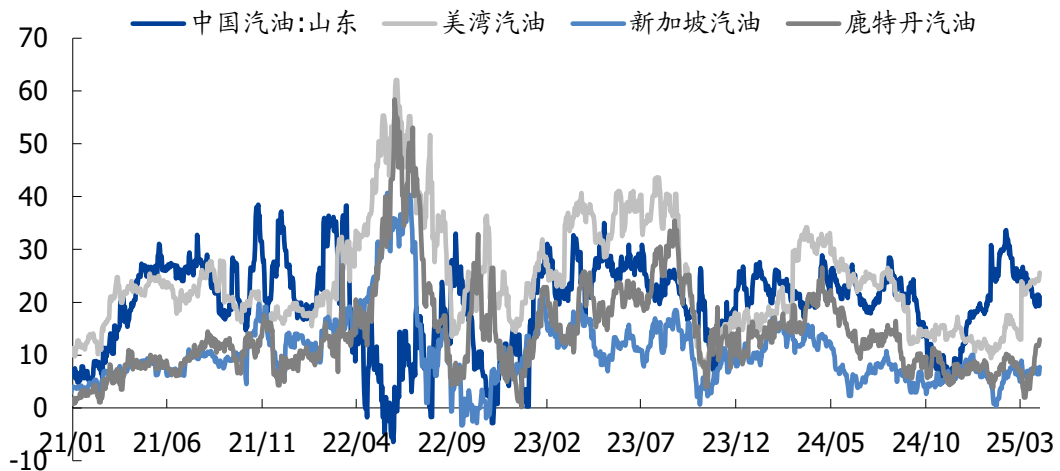


■ 四季度C2产业链景气抬升，成品油、芳烃、C3、C4景气整体承压。

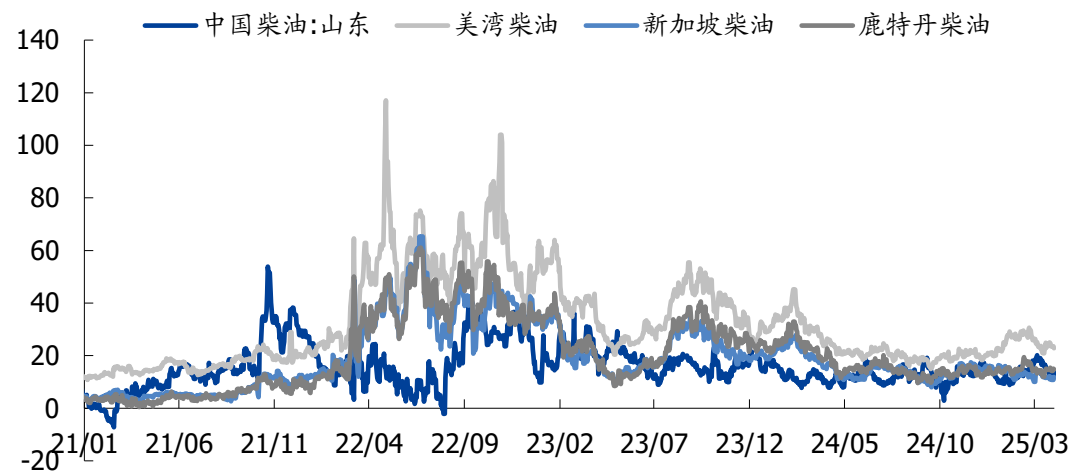
		炼化主要产品价差跟踪												
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4同比	24Q4环比	2023	2024	同比
成品油	汽油	24	27	22	18	22	23	21	11	-36%	-47%	22	19	-14%
	柴油	22	19	16	16	13	12	13	13	-22%	1%	18	13	-31%
芳烃	PX	3228	3879	4047	3459	3342	3446	2756	2002	-42%	-27%	3655	2884	-21%
	纯苯	2292	2549	3027	2788	3300	4069	3716	2793	0%	-25%	2666	3468	30%
	苯乙烯	890	697	709	469	348	225	482	797	70%	65%	690	464	-33%
	双酚A	1574	1722	1898	1198	1115	877	765	984	-18%	29%	1598	935	-41%
	PC	7302	6543	6043	6072	6196	6467	5937	5858	-4%	-1%	6485	6113	-6%
C2	乙烯	2446	2415	1552	2509	2828	2862	2993	3176	27%	6%	2229	2965	33%
	PE	1901	2009	2508	1740	1469	1596	1715	2500	44%	46%	2040	1822	-11%
	乙二醇	-101	-101	74	-335	4	-245	64	173	-152%	170%	-116	-1	-99%
	环氧乙烷	780	702	685	412	324	323	528	677	65%	28%	644	464	-28%
C3	丙烯	2553	2194	1522	1975	1978	1880	2346	2479	26%	6%	2058	2172	6%
	PP	1776	1764	2342	2267	2243	1991	1842	1753	-23%	-5%	2039	1956	-4%
	环氧丙烷	3796	4060	3850	3543	3438	3554	2916	2815	-21%	-3%	3812	3179	-17%
	丙烯腈	2815	1886	1584	2767	2441	2883	1368	2003	-28%	46%	2261	2171	-4%
	苯酚	1029	1005	1762	1927	867	913	1205	1073	-44%	-11%	1434	1015	-29%
	MMA	6718	7737	7676	6850	8323	10336	10831	7871	15%	-27%	7247	9340	29%
	PMMA	4717	3382	3472	5061	4450	4378	5205	8611	70%	65%	4157	5668	36%
C4	丁二烯	3846	2839	2321	3647	4847	6307	7593	6209	70%	-18%	3161	6243	98%
	ABS	2545	2512	2310	1533	1580	2009	2348	2518	64%	7%	2223	2115	-5%
	顺丁橡胶	1873	2674	3652	2801	2060	1439	1500	2694	-4%	80%	2755	1924	-30%

注：汽油价差单位为美元/桶，其他产品价差单位为元/吨

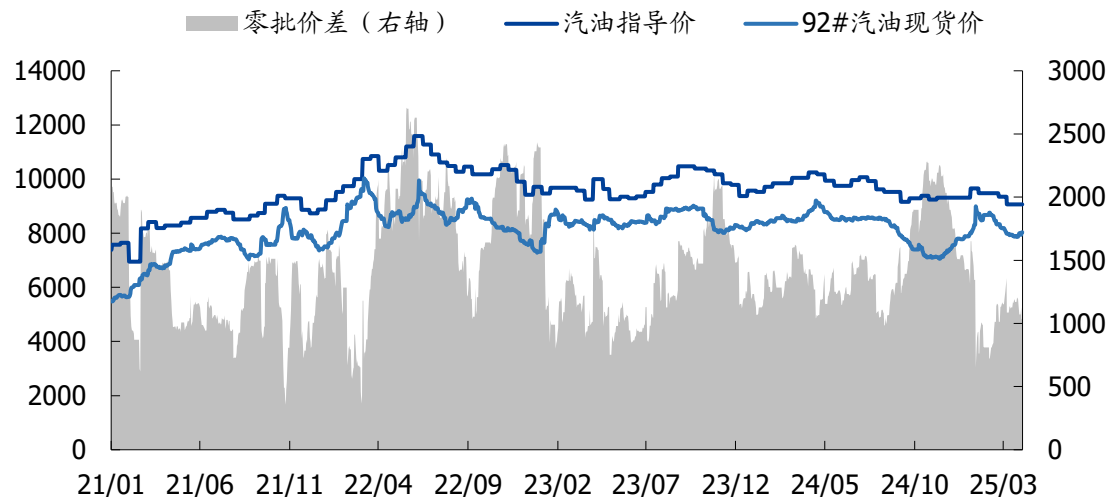
汽油裂解价差跟踪 (美元/桶)



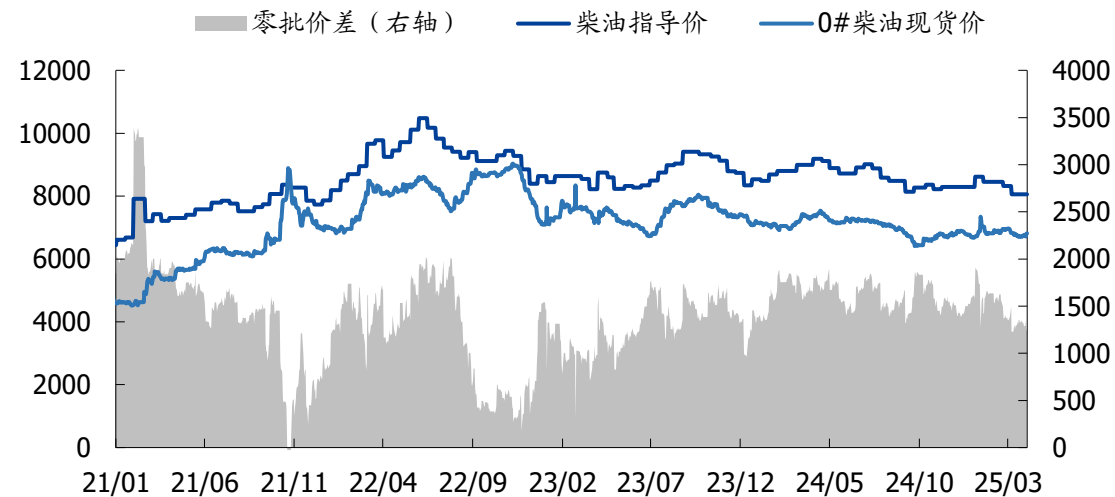
柴油裂解价差跟踪 (美元/桶)



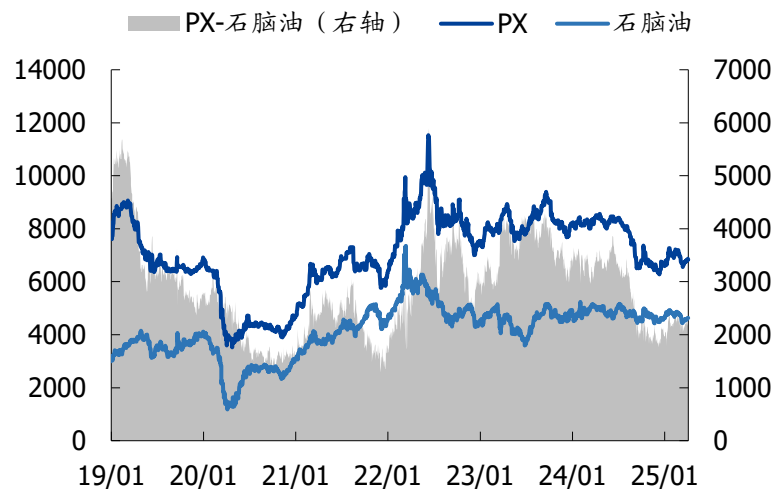
汽油零批价差跟踪 (元/吨)



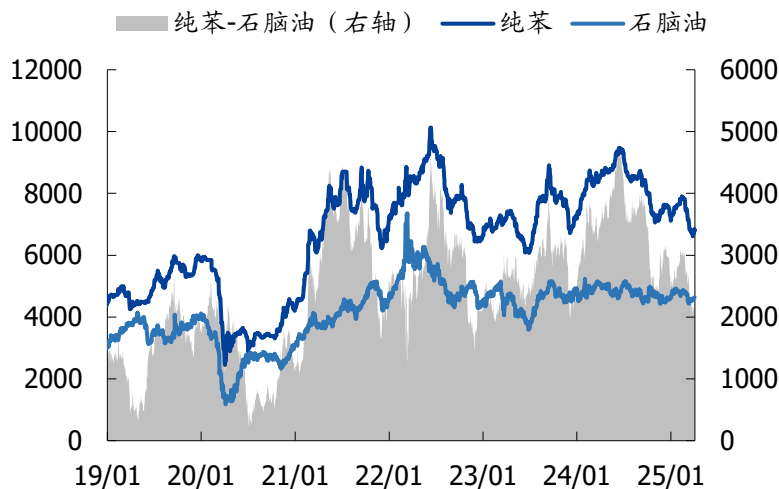
柴油零批价差跟踪 (元/吨)



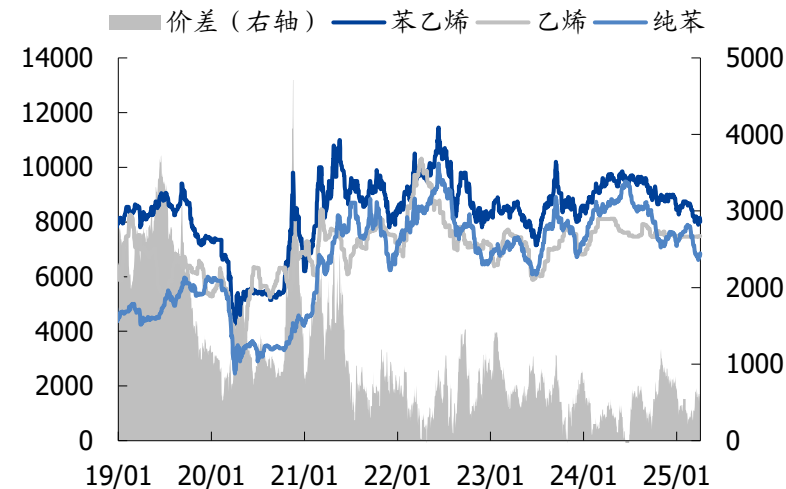
PX价差 (元/吨)



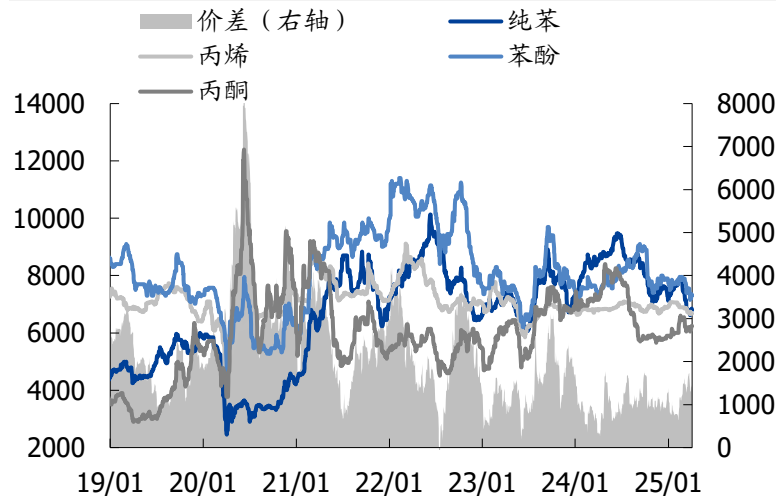
纯苯价差 (元/吨)



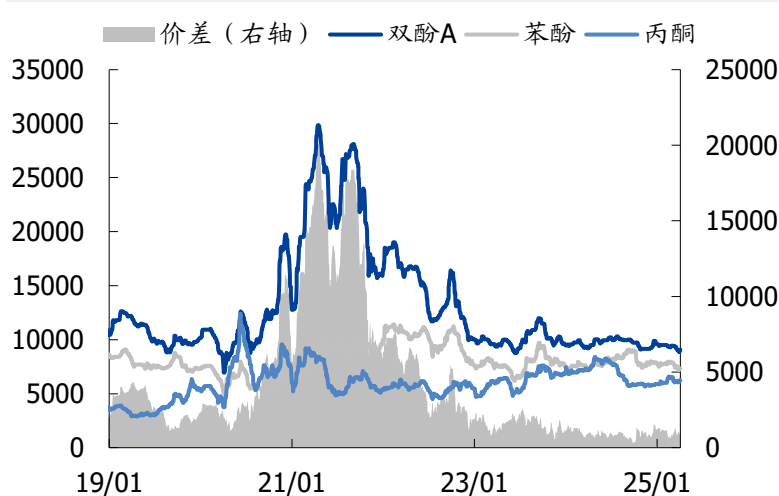
苯乙烯价差 (元/吨)



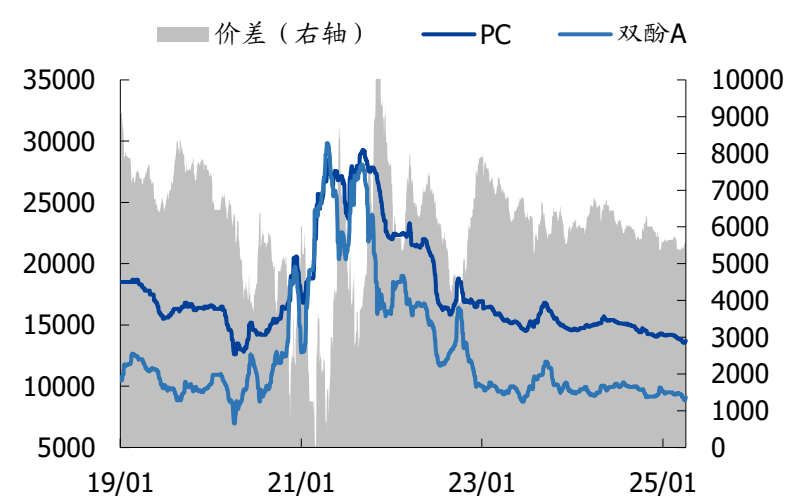
苯酚/丙酮价差 (元/吨)



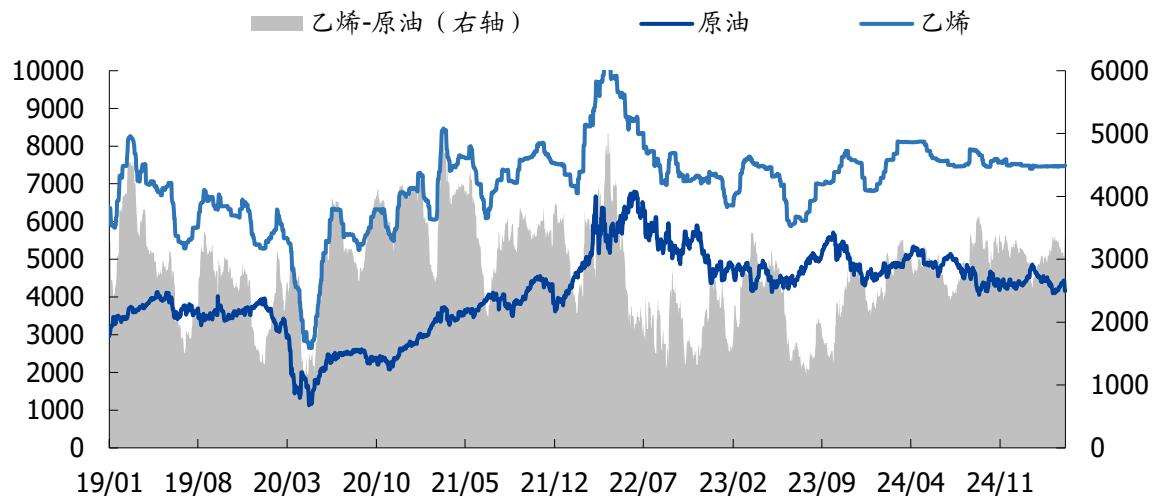
双酚A价差 (元/吨)



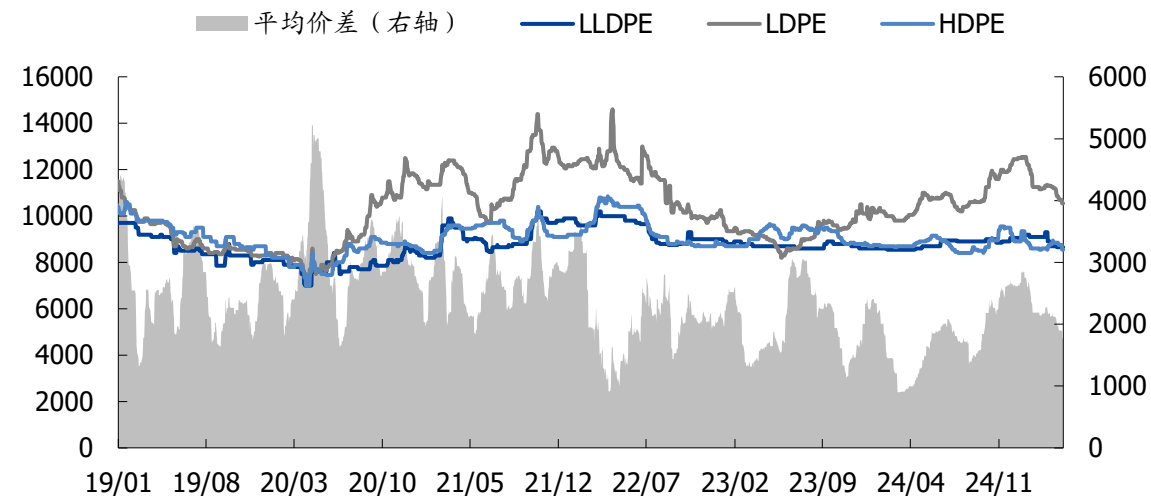
PC价差 (元/吨)



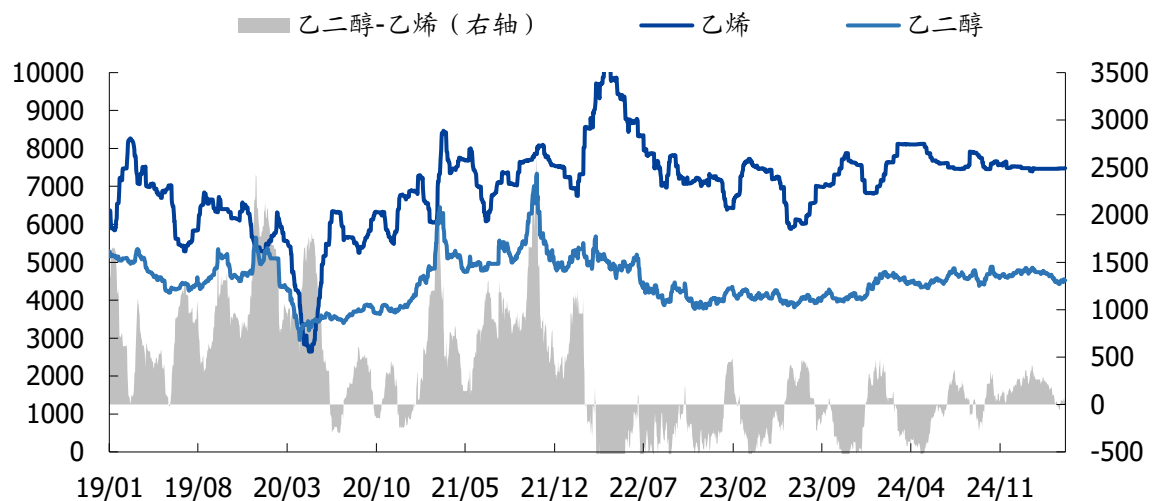
乙烯价差 (元/吨)



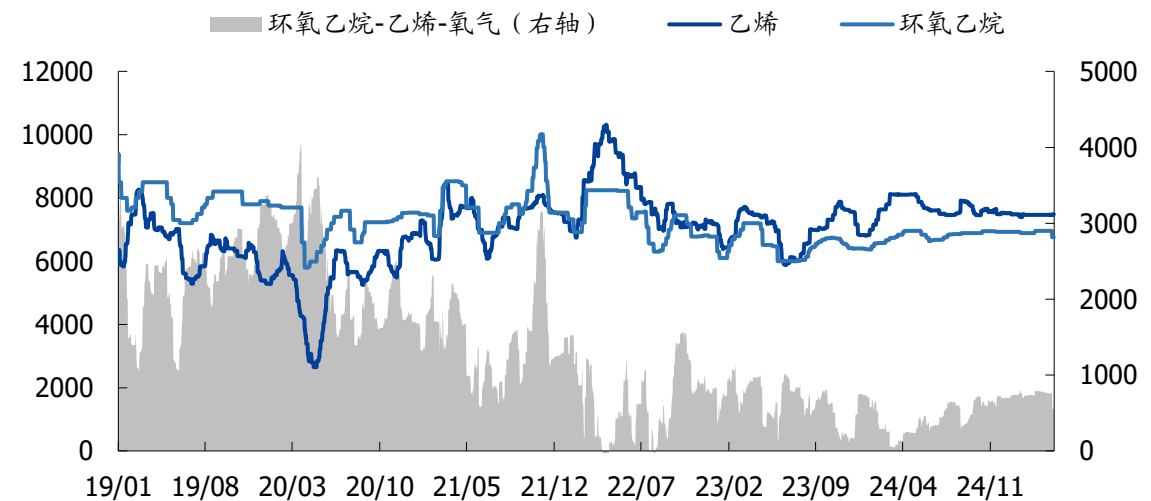
聚乙烯价差 (元/吨)



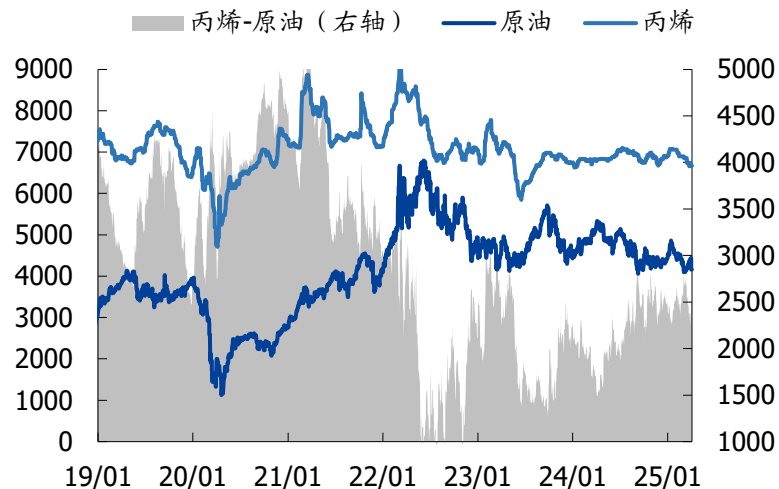
乙二醇价差 (元/吨)



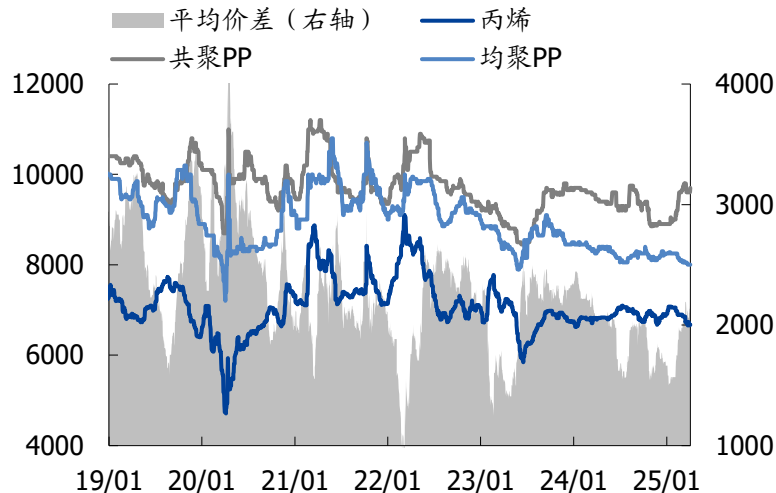
环氧乙烷价差 (元/吨)



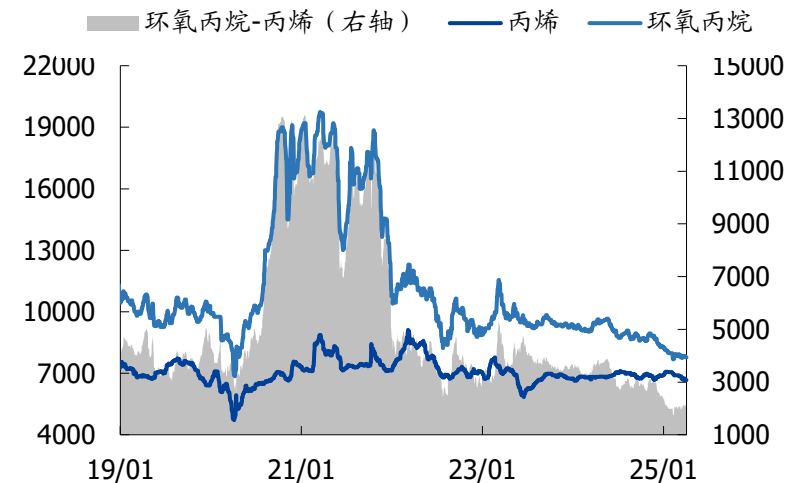
丙烯价差 (元/吨)



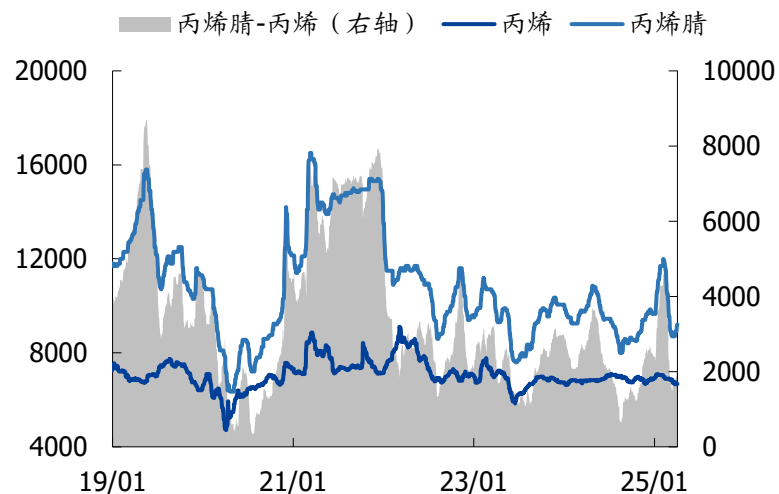
聚丙烯价差 (元/吨)



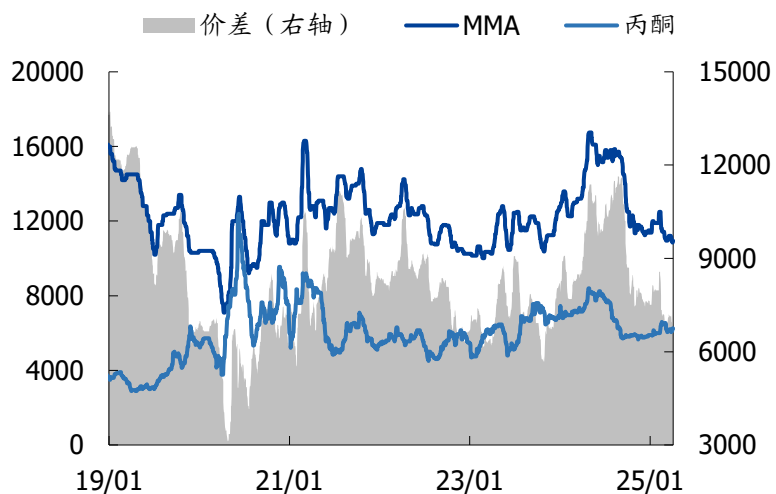
环氧丙烷价差 (元/吨)



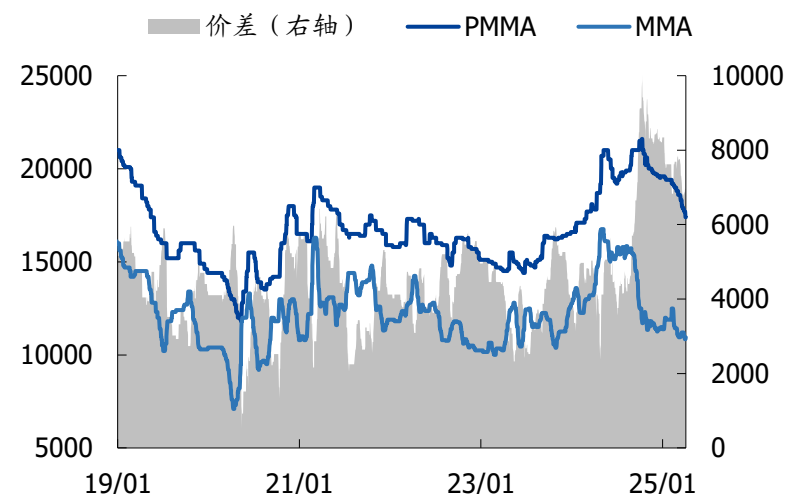
丙烯腈价差 (元/吨)



MMA价差 (元/吨)



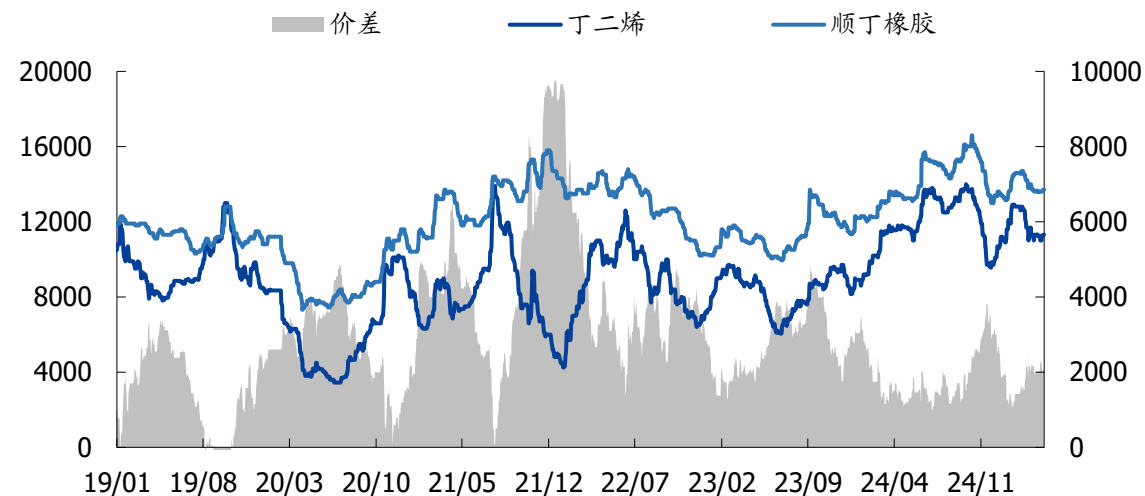
PMMA价差 (元/吨)



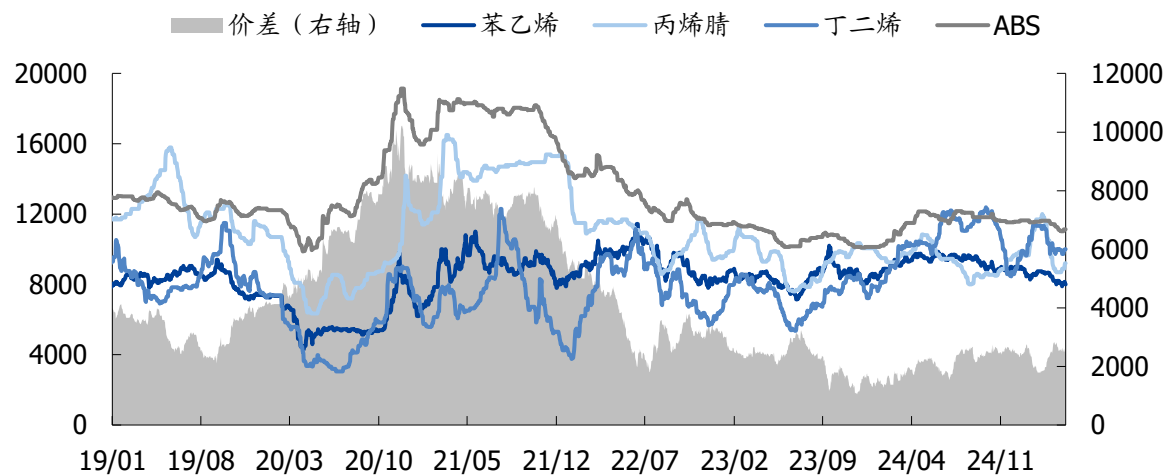
丁二烯价差 (元/吨)



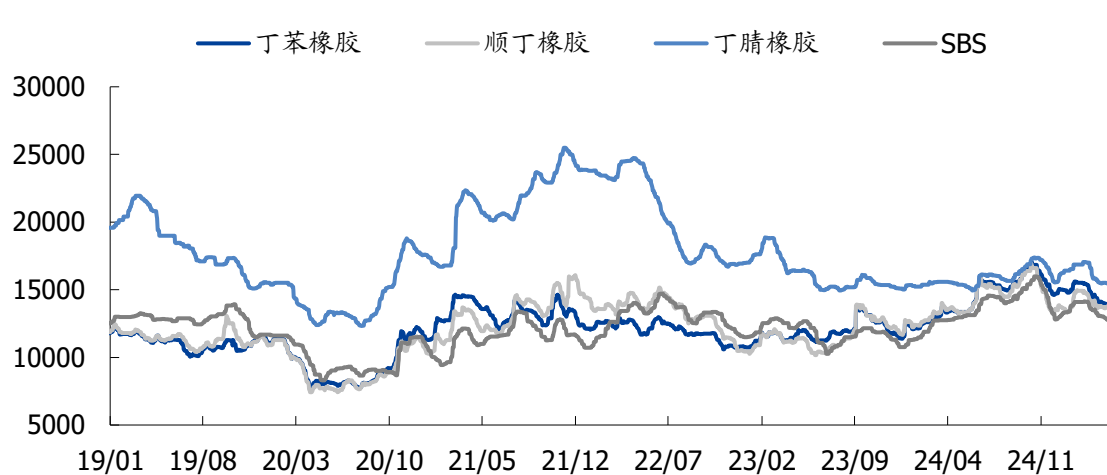
顺丁橡胶价差 (元/吨)



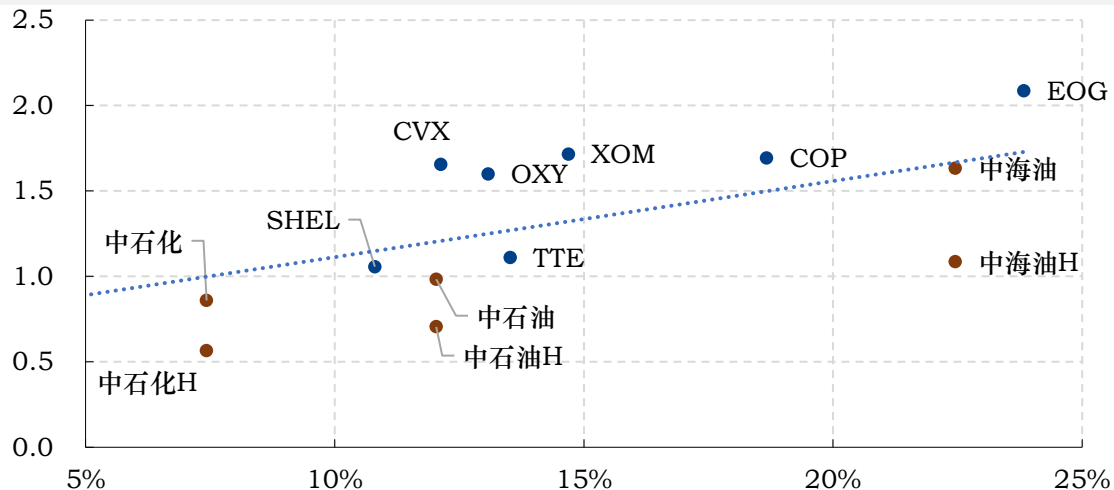
ABS价差 (元/吨)



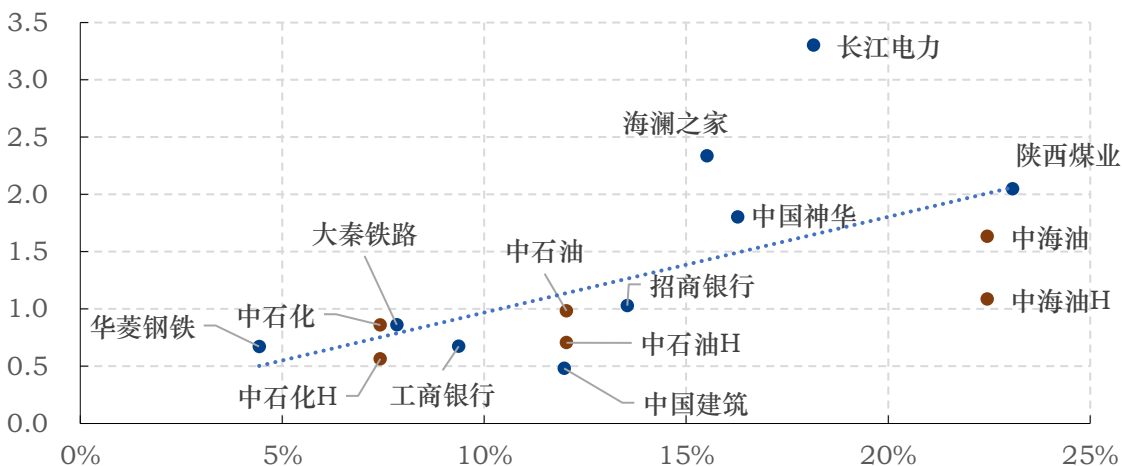
合成橡胶价格 (元/吨)



油气股PB-ROE



红利股PB-ROE



注：ROE为2024年前三季度年化，纵轴表示PB，横轴表示年化ROE

A股分行业股息率对比

公司	申万一级行业	股息率 (%, 2025E)	近三年分红率 (%)
中国海油	石油石化	4.9%	40%
中国石油	石油石化	5.9%	49%
中国石化	石油石化	6.3%	71%
工商银行	银行	4.6%	30%
建设银行	银行	4.8%	30%
陕西煤业	煤炭	7.3%	61%
中国神华	煤炭	6.1%	83%
厦门象屿	交通运输	5.8%	49%
大秦铁路	交通运输	5.0%	61%
宁沪高速	交通运输	3.9%	57%
中国建筑	建筑装饰	5.1%	21%
格力电器	家用电器	7.4%	54%
梅花生物	基础化工	4.5%	39%
龙佰集团	基础化工	6.5%	69%
鲁西化工	基础化工	4.8%	51%
云天化	基础化工	3.3%	24%
中联重科	机械设备	7.5%	79%
川投能源	公用事业	3.4%	51%
长江电力	公用事业	4.2%	80%
申能股份	公用事业	5.9%	63%
华菱钢铁	钢铁	2.5%	26%
武进不锈	钢铁	7.0%	72%
宝钢股份	钢铁	3.6%	54%
南钢股份	钢铁	6.1%	63%
中国太保	非银金融	6.3%	37%
海澜之家	纺织服饰	6.1%	89%
富安娜	纺织服饰	7.4%	93%
伟星股份	纺织服饰	5.5%	86%

注：2025年股息率= (wind一致预期2025年归母净利润*近三年平均分红率) /总市值
(截至2025年4月3日)，中国海油2025-2027年承诺分红率不低于45%

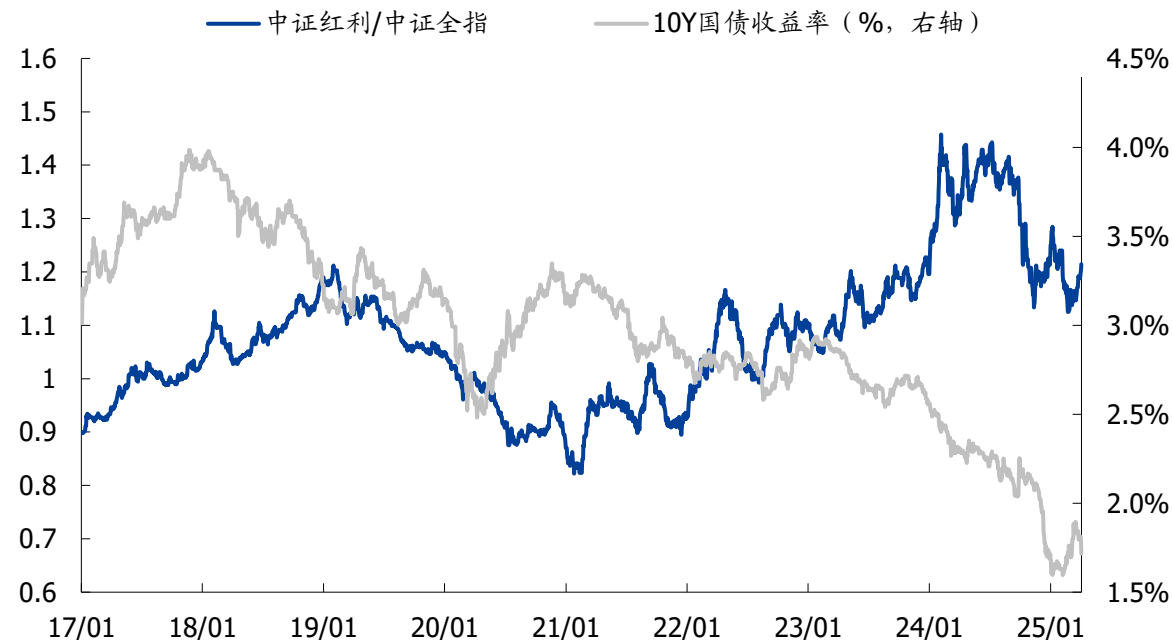
交易红利资产的本质是市场在交易和寻找“短久期、低波动”品种

- 历史复盘来看，美债收益率与红利相对收益呈现较强正相关性，主要反映“无风险利率抬升-短久期、低波动资产占优”的风格轮动；中债利率与红利风格负相关性并不显著，2020年以来负相关性增强。

美债收益率与红利风格



中债收益率与红利风格



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”）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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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

北京

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

上海

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

南昌

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

深圳

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



Thank You



诚信|担当|包容|共赢