

2024年12月30日

# 新增供应挤压OPEC空间，关注事件性驱动

## ——能化策略报告

### 投资要点：

#### 分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

#### 分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

- **短期逻辑：**25年后包括北海，圭亚那，加拿大及美国的新增产能将较多，市场过剩预期较为确定。所以对OPEC+来说，后期可供其产能回归的空间将会越来越少，OPEC+的财政收入也在过去3年中明显下行，后期起产量政策仍有概率进行变化。
- **后续预期：**短期过剩预期仍然较为明确，但对美油来说，25年产量增长速度可能有所放缓，这更多是由于上游公司的发展策略方向决定的，后期油价仍然需要关注OPEC产量回归风险。
- **操作建议：**短期底部价格逐渐夯实，继续震荡操作，中期等待制裁及OPEC+增产落地。
- **风险因素：**中东地缘政治风险影响原油生产运输，OPEC+减产政策再出变数，美国对伊朗等供应再加制裁，聚酯下游需求弱化程度大幅超预期，以及国内需求恢复水平速度低于预期等。

## 正文目录

1. 策略概述 .....	4
2. 原油市场供应挤压 OPEC 产量回归空间 .....	4
2.1. 新项目增长仍较快，美国增量或逐步放缓 .....	4
2.2. OPEC 政策仍未后期价格关键变量 .....	6

## 图表目录

图 1 北海装载量 .....	4
图 2 Johan Sverdrup 产量 .....	4
图 3 Castberg 区块情况 .....	5
图 4 圭亚那产量计划 .....	5
图 5 上游公司资本债务率 .....	5
图 6 上游公司自由现金流情况 .....	5
图 7 美国 DUC 情况 .....	6
图 8 美国原油产量 .....	6
图 9 沙特原油出口收入 .....	7
图 10 沙特外汇储备情况 .....	7
图 11 俄罗斯原油海运出口情况 .....	7
图 12 俄罗斯海运出口收入 .....	7

## 1. 策略概述

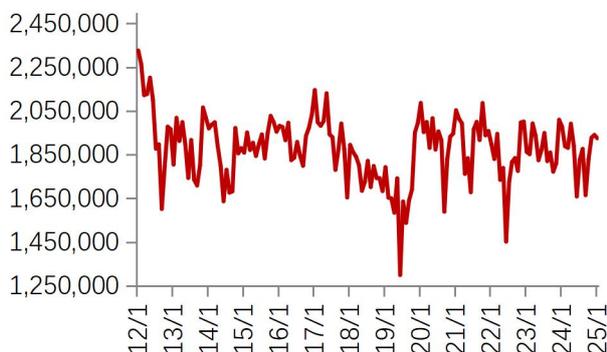
2025 年原油市场将有较多新增产能，其中圭亚那，加拿大，北海等产能增量将会给市场造成一定冲击，另外美国产能增长可能会在 25 年逐步放缓。但总体来看，新增产能会给 OPEC+ 带来较大压力，其产能回归空间将会被逐步压制，从 OPEC+ 利益考量，是否会在 25 年做出结束多年的减产政策，将会是油市除了制裁供应意外，最大的事件性驱动。

## 2. 原油市场供应挤压 OPEC 产量回归空间

### 2.1. 新项目增长仍较快，美国增量或逐步放缓

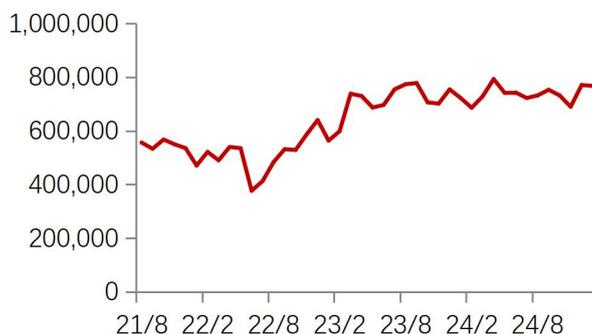
从明年新增产项目来看，主要项目仍然集中在过去几年的主要投资国家中，南北美新增供应仍然较为迅猛，而传统供应地区也成功维持了原油产量，并且能够出现一定增量。近期新增产能较为重要的为圭亚那，北海，巴西，加拿大和美国，其产量的增长将会给后期油市较大的价格节奏变动。

图 1 北海装载量



资料来源：Wind，东海期货研究所

图 2 Johan Sverdrup 产量



资料来源：Wind，东海期货研究所

近些年来，北海产量一度出现小幅下行，但在 20 年 Johan Sverdrup 区块投产后，北海产量基本维持稳定，Johan Sverdrup 产量在 24 年底小幅增产至 75 万桶/天水平。根据挪威海上管理局信息来看，Sverdrup 产量可能会在之后出现逐渐达峰下降。而在 24 年底 Johan Castberg 区块也将投入运行后，北海产量将继续保持稳定。

Johan Castberg 产量预计将可达到 22 万桶/天，可以弥补后期 Sverdrup 区块的衰减，并且将有效支持 Barent 海域的石油天然气后期勘探开发。

另外的产能可能增长点在圭亚那。在 2015 年开始得到勘探发现的圭亚那，作为重要新兴产油国的潜力在 23 年终于得到了兑现。其主要开发商埃克森美孚圭亚那预计到 2027 年底，圭亚那 Stabroek 区块将有 6 艘 FPSO 投入运营，预计 27 年产量将达到 120 万桶/天以上。第四个和第五个项目 Yellowtail 和 Uaru 目前正在建设中，25 年预计圭亚那产量将继续有 25 万桶/天的增量。

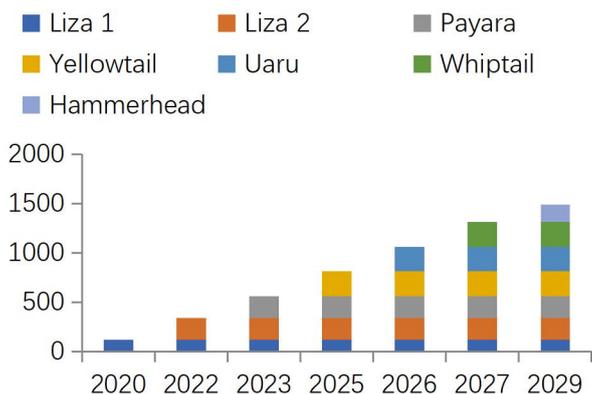
图 3 Castberg 区块情况

Norway's Arctic oil and gas fields



资料来源: Platts

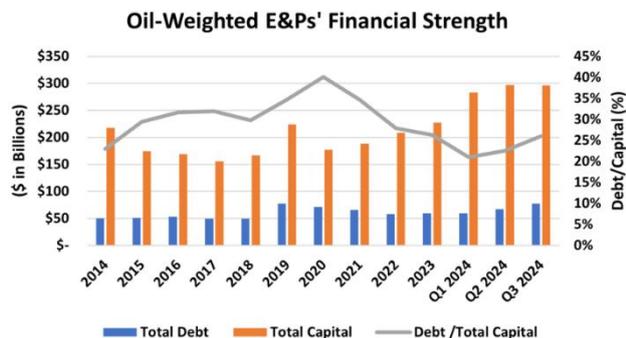
图 4 圭亚那产量计划



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

而对于美国页岩油来说, 25 年的产量增长可能会逐渐出现放缓的迹象。首先从上游 E&P 开支来说, 目前页岩油公司并没有出现明显的增量。页岩油业务为主的公司中, 债务资本率在 24 年仍然呈现小幅上行的局面。

图 5 上游公司债务资本率



资料来源: RBN

图 6 上游公司自由现金流情况

Symbol	E&P Universe	Ebitda Estimate 2025 (Min)	Ebitda Estimate 2024 (Min)	Ebitda (A) 2023 (Min)	Ebitda (A) 2022 (Min)	Ebitda (A) 2021 (Min)	Ebitda (A) 2020 (Min)	% Change 2025 vs. 2024
APA US Equity	APA Corp	\$5,284	\$5,592	\$5,149	\$6,481	\$4,804	\$1,815	-2%
AR US Equity	Antero Resources Corp	\$1,750	\$917	\$2,667	\$4,991	\$3,251	\$2,496	91%
CRC US Equity	California Resources Corp	\$1,257	\$991	\$1,081	\$996	\$430	\$511	27%
CIVI US Equity	Civitas Resources Inc	\$3,593	\$3,640	\$2,433	\$2,868	\$673	\$139	-1%
PR US Equity	Permian Resources Corp	\$3,913	\$3,698	\$2,519	\$1,718	\$613	\$235	6%
CHRD US Equity	Chord Energy Corp	\$2,531	\$2,318	\$1,923	\$1,538	\$748	\$589	9%
EXE US Equity	Expand Energy Corp	\$4,254	\$2,005	\$3,835	\$5,289	\$1,745	\$1,764	112%
CNK US Equity	Comstock Resources Inc	\$1,186	\$846	\$897	\$2,807	\$1,535	\$583	40%
CNX US Equity	CNX Resources Corp	\$1,090	\$989	\$974	\$1,309	\$1,102	\$972	10%
CTRA US Equity	Coterra Energy Inc	\$4,836	\$3,389	\$3,915	\$7,018	\$2,400	\$692	43%
COP US Equity	ConocoPhillips	\$27,707	\$24,538	\$23,659	\$33,382	\$20,420	\$4,900	13%
DVN US Equity	Devon Energy Corp	\$7,913	\$7,543	\$7,430	\$9,505	\$5,537	\$1,504	5%
EOG US Equity	EOG Resources Inc	\$12,320	\$12,794	\$11,345	\$14,473	\$10,560	\$5,090	-4%
EQT US Equity	EQT Corp	\$5,018	\$3,385	\$3,025	\$3,533	\$2,332	\$1,080	80%
FANG US Equity	Diamondback Energy Inc	\$10,255	\$7,388	\$6,217	\$7,024	\$4,131	\$2,116	30%
HES US Equity	Hess Corp	\$6,629	\$7,158	\$5,192	\$5,666	\$3,598	\$1,866	-7%

资料来源: Bloomberg

自 2023 年初以来，油价走软已经明显侵蚀了上游公司的利润和现金流。2024 年第三季度，石油价格的下跌引发了上游行业平均税前营业利润下降 12% 至 17.63 美元/桶，这是自 2020 年以来首次跌破 20 美元/桶大关，而现金流下降同样 8% 至 31.82 美元/桶。

一个主要因素是上游公司仍然继续将效率放在业务目标首位，因为多数生产商在 2024 年第三季度将开采成本大幅降低了 7%，通过降低分配给勘探和开发活动的现金流百分比，从而专注于利润率最高的资产

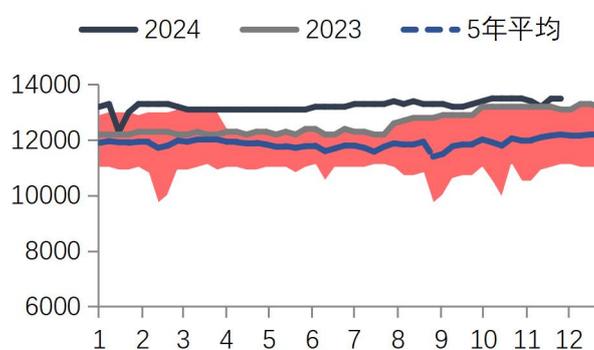
所以目前为止，大多美国上游公司都仍然以消耗 DUC 的模式来进行生产，但目前 DUC 库存数量已经较低，后期美油产量增速可能会在 25 年开始逐渐放缓，这也对应上游公司的投资策略。

图 7 美国 DUC 情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 8 美国原油产量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

## 2. 2. OPEC 政策仍为后期价格关键变量

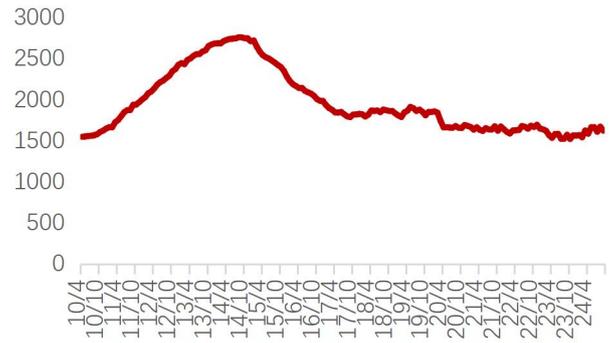
由于 25 年产量预期仍然较高，所以对于 OPEC+ 来说，其产量增长空间已经越来越低。过去 3 年中，主要产油国的财政收入持续下行。所以对于多数 OPEC 国家来说，如果无法将价格保持在一定位置之上，对于实现经常性账户收益最大化的最好做法，可能恰恰是扩大产量，这一点对于盈亏平衡价格较低的阿联酋来说，其多次表态抗拒减产已经可以说明一些问题。另外明年 OPEC+ 以外新增产能也较多，OPEC 需要考虑在需求可能达峰的市场中，是否还需要持续让出市场的问题。

图 9 沙特原油出口收入



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

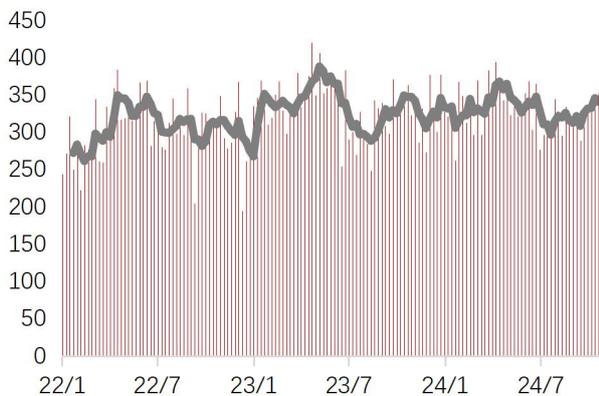
图 10 沙特外汇储备情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

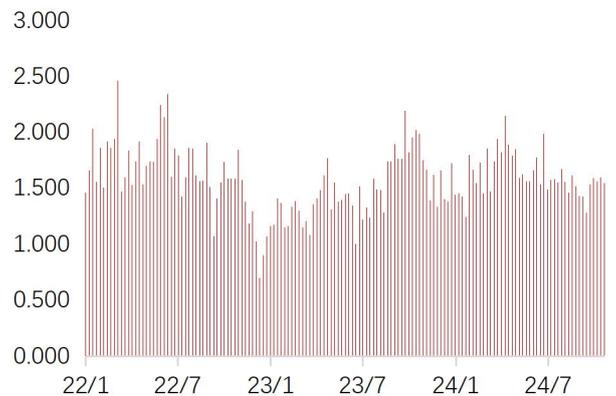
以及俄罗斯供应在 25 年同样有出现变化的可能。虽然在过去的两年多中，俄罗斯能源供应已经重塑了贸易格局，西向客户已经大幅减少，东向客户已经大幅增加，但起出口仍然依赖于影子船队。近期欧美持续对俄罗斯船舶进行制裁，俄罗斯船运更新换代实质已经落后，短期影响可能不明显，但长期来看，其船运能力可能会在未来影响其能源供应。另外俄乌冲突在 25 年可能也将迎来一定转机，届时其供应格局会发生怎样的变化仍未可知。

图 11 俄罗斯原油海运出口情况



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 12 俄罗斯海运出口收入



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

从俄罗斯能源出口收益来看，目前仍然保持中位区间，受影响相对有限，但此前俄罗斯也一定程度推进了 OPEC+ 结束减产的方案，后期俄罗斯供应将继续成为 25 年需要关注的变动点之一。

所以综合来看，油价短期仍保持窄幅震荡格局，但后期需求验证计价逻辑或有导致油价出现转强空间。长期从供应端来说，不确定性较大，油价仍需随时跟踪事件性影响。

## 重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

### 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL：[Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)