



石油化工行业研究

买入（维持评级）
行业点评
 证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

OPEC+会议超市场预期继续增产

事件简介

9 月 7 日 OPEC+会议决定继续在 10 月进一步增产 13.7 万桶/天。这也代表着 2025 年以来 OPEC+决定取消 250 万桶/天的减产，再次开始提前退出另一轮 166 万桶/天的减产。该 166 万桶/天的减产原计划执行至 2026 年底。

行业分析

2025 年以来 OPEC+会议决定不断突破市场共识。2025 年 3 月会议 OPEC+决定增产，超出市场预期。此前市场预期 OPEC+考虑到市场的供需过剩情况可能推迟原定的增产计划，但 OPEC+依然决定如期增产。此后 OPEC+取消减产配额的速度同样快于市场预期，3 月-8 月会议已经取消 250 万桶/天的减产。根据 IEA 报告，OPEC 国家的产量自 3 月份的 2754 万桶/天升至 7 月的 2821 万桶/天。OPEC+自 4193 万桶/天升至 4272 万桶/天，增加 79 万桶/天。兑现了 3-7 月增产配额的 58%。2016 年 OPEC+占全球供应的 53%，2024 年在 2022 年开始的减产背景下降至 47%。与市场观点不同，2024 年底以来我们强调 OPEC+的产量政策正在出现重要转变，从单纯的保价格开始转向。市场认知的财政盈亏平衡油价已经不构成对 OPEC+国家产量政策的掣肘。OPEC+组织内部哈萨克斯坦的产量持续超出配额，伊拉克总理也在 9 月 6 日呼吁 OPEC 成员国重新考虑其石油出口配额，称其没有反映储备规模。我们认为作为 OPEC 组织的领头人，沙特继续维持减产的经济与政治成本已经偏高。增产行为可以视作是沙特着眼于长期利益的政策调整。

非 OPEC 供给端美国页岩油产量变化是市场关注焦点，海上原油产量供应增长较快。根据 EIA 数据，美国 6 月原油产量为 1358 万桶/天，较 24 年同期增长 33 万桶/天。考虑到页岩油成本相对常规油田，中东油田及南美海上油田等成本偏高；美国原油活跃钻机数从 24 年同期的 483 座下滑至 9 月 5 日的 414 座以及压裂队伍的减少；我们预计美国页岩油产量可能在 2026 年 H1 见顶。另一方面，巴西原油产量 7 月升至 380 万桶/天，同比增长 58 万桶/天。较年初增长 40 万桶/天。圭亚那产量 7 月自 24 年平均的 62 万桶/天升至 67 万桶/天。考虑到 Búzios-6 和 Bacalhau 下半年开始运营，我们预计巴西产量年底将进一步增长。总体看海上原油产量供应增加较快。

需求端宏观预期边际走弱，短期季节性需求弱化中期关注补库预期变化。进入 9 月美国驾驶出行旺季结束，汽油消费预计将出现下降。回顾 2025 年美国原油消费旺季，表观需求整体弱于往年。宏观层面，美国劳动局 9 月 5 日发布 8 月非农数据，8 月仅增加 2.2 万人，大幅低于市场预期。同时失业率升至 2021 年末以来最高水平。市场开始定价 9 月降息 50BP 的可能性。降息预期一方面可能提振大宗商品价格，另一方面市场避险情绪的升温和衰退交易可能给原油价格带来负面影响。从中期层面看，2025 年以来国内企业的原油补库提供了对需求端的提振；根据 IEA 的数据，2025 年 Q2 全球 90%的库存增加发生在国内。我们认为国内企业的库存策略变化是中期的重要观测因素。

投资建议

2025 年以来布伦特原油净多持仓偏低时如果地缘政治风险发生，可能导致短期价格的快速上升。中期看则地缘对价格影响有限。短期地缘政治风险上升的可能性依然存在；主要关注①特朗普是否加大力度制裁俄罗斯。②美国与委内瑞拉冲突进展。③以色列与伊朗冲突情况。供需层面旺季过后需求边际走弱；OPEC+继续增产将导致供需过剩确定性提高。如没有地缘政治风险的前提下，我们预计年内原油价格可能进一步下滑。考虑到国内未来产业反内卷的政策方向，有利于化工产业的长期格局优化以及高质量发展；建议持续关注可能受益于政策方向以及成本下降的中下游龙头企业。

风险提示

国际政治的快速变化、地缘政治冲突加剧、原油供需格局变动



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究