

石油开采

证券研究报告
2019年09月20日

专题：亚太油气会议（APPEC）关注什么？

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

张樾樾 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《石油开采-行业专题研究:天然气专题：2019年需求回归理性》
2018-12-23

1.回顾：过去一年，能源化工品种互相作用

回顾从 2018 年 10 月油价见顶之后的表现，原油走势虽然弱，仍好于天然气和轻烃。轻烃价格的低迷，又通过化工品间接拉低了石脑油。背后最重要的外生因素仍然是，美国页岩油气增产带来的 NGL 产量增长，对化工品冲击巨大。

2.展望：未来 5 年，原油供需平衡的主流预期

2019 年需求预期比年初大幅下调，但市场仍维持紧平衡，核心因素包括，OPEC 减产、伊朗制裁、以及 IMO 增加对低硫原油需求。2019 年下半年~2020 年，来自美国管道投产给国际市场带来压力，从价差来看 WTI Midland 比 WTI Houston 折价几乎消失。2021-2025 美国产量增速放缓，以及 OPEC 财政平衡线对中高油价的要求下，国际市场重归紧平衡。

3.产油国平衡点变迁：OPEC 财政平衡仍需高油价，其他产油国成本下降

2019 年相比油价上一轮高点的 2014 年，原油成本曲线出现了显著下移，无论是美国页岩，还是海上石油，以及加拿大油砂。生产商对于低油价的承受能力增强。然而对于 OPEC 各国，财政平衡点在 50~150 美金/桶甚至更高，沙特财政平衡点仍在 80 美金左右。

4.消费国承受力变迁：美国 delta 即将转正

Platts 测算，到 2020 年，油价上涨对美国 GDP 增速的影响转为正值，与美国原油出口管道扩能，原油出口量持续增长有密切关系。中国、印度的经济受油价上涨的负面影响最大。美国对国际石油市场的诉求需要重新思考。

5.区域市场：贸易流向改变导致定价体系更新

OPEC 减产（包括主动减产和被动减产），美国管道投产出口增加，欧洲北海油田产量下降。中国炼厂扩能进口量持续增长，受贸易战影响，进口美油减少，进口俄罗斯 ESPO、巴西 Lula 等油种增加。产销地结构变化带来定价体系变化：美油对欧洲市场和亚太市场影响力增强，WTI 鹿特丹到岸价、WTI 宁波到岸价、以及一揽子油种的山东到岸价，将成为价格体系组成部分。

6.炼厂利润：IMO 对炼厂利润有支撑

IMO 船燃低硫执行日期的临近，对成品油价差的结构分化影响大。从 2018 年开始，汽油价差和柴油价差就出现倒挂，原因：1) 柴油受到低硫船燃调和需求拉动；2) 汽油受到石脑油化工利润低迷的负面影响。未来一段时间内，在原油供给支撑、需求疲软的总体背景下，柴油和低硫船燃的价差将成为原油价格上行的边际。

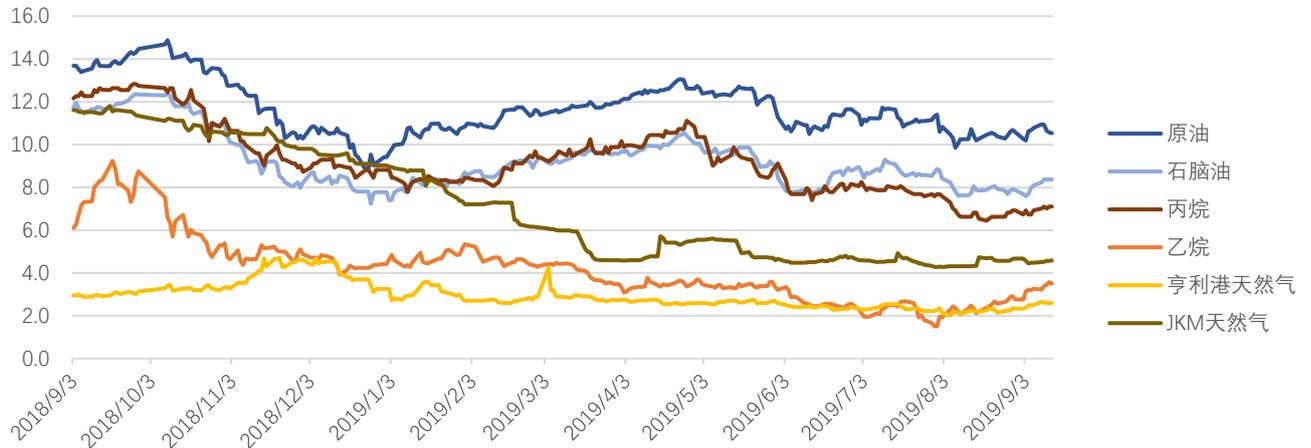
风险提示：页岩油 2021 年之后仍持续高增长的风险；中国经济受损于高油价的风险；沙特油田遇袭事件造成市场剧烈波动的风险。



1. 回顾：过去一年，能源化工品种互相作用

回顾从 2018 年 10 月油价见顶之后的表现，原油走势虽然弱，仍好于天然气和轻烃。轻烃价格的低迷，又通过化工品间接拉低了石脑油。背后最重要的外生因素仍然是，美国页岩油气增产带来的 NGL 产量增长，对化工品冲击巨大。

图 1：石油、天然气、轻烃价格（美元/百万英热单位）



资料来源：Platts, 天风证券研究所

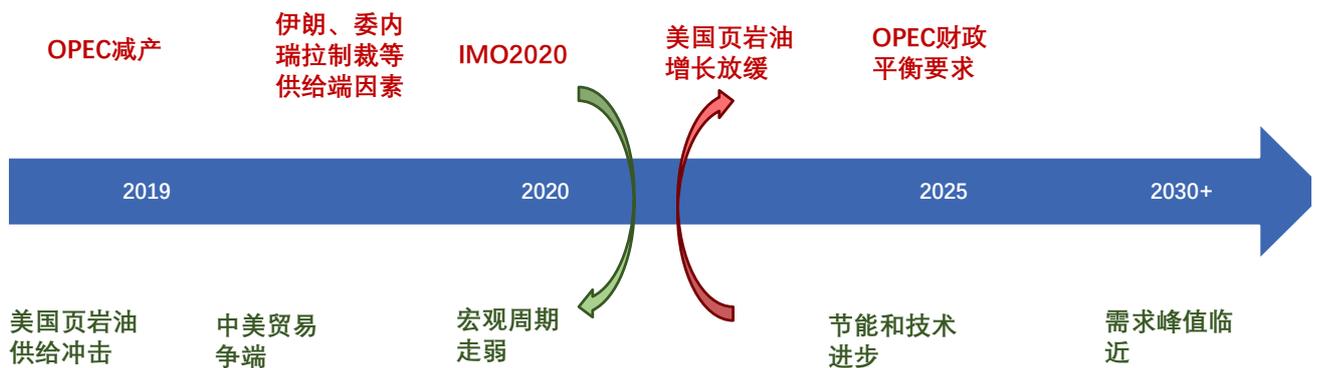
2. 展望：未来 5 年，原油供需平衡的主流预期

2019 年需求预期比年初大幅下调，但市场仍维持紧平衡，核心因素包括，OPEC 减产、伊朗制裁、以及 IMO 增加对低硫原油需求。

2019 年下半年~2020 年，来自美国管道投产给国际市场带来压力，从价差来看 WTI Midland 比 WTI Houston 折价几乎消失。

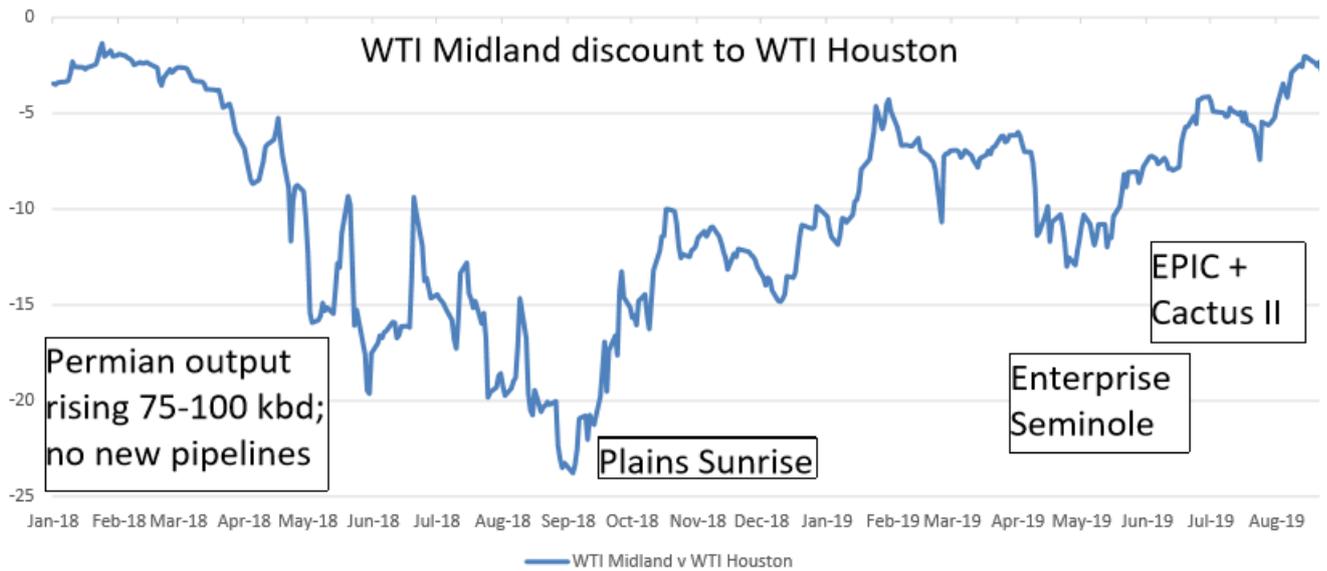
2021-2025 美国产量增速放缓，以及 OPEC 财政平衡线对中高油价的要求下，国际市场重归紧平衡。

图 2：原油供需平衡情况的主流预期



资料来源：Argus, 天风证券研究所

图 3：WTI Midland 比 WTI Houston 折价几乎消失



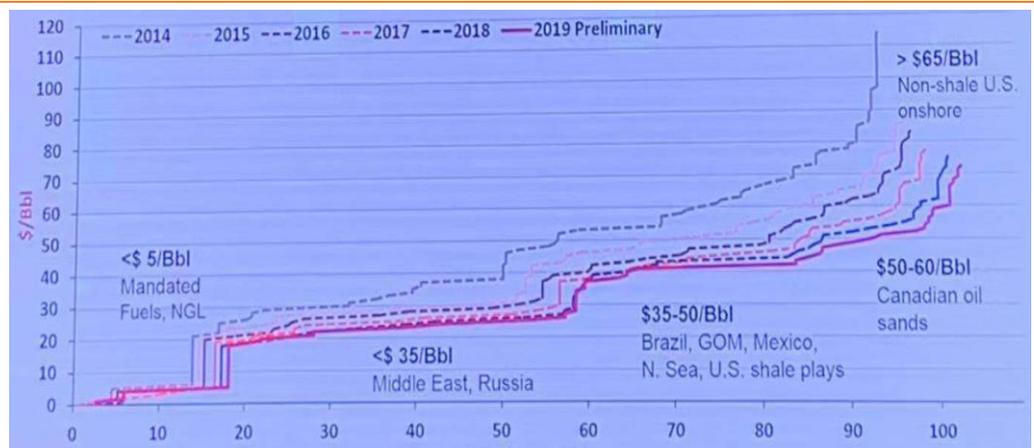
资料来源: Argus, 天风证券研究所

3. 产油国平衡点变迁: OPEC 财政平衡仍需高油价, 其他产油国成本下降

2019 年相比油价上一轮高点的 2014 年, 原油成本曲线出现了显著下移, 无论是美国页岩, 还是海上石油, 以及加拿大油砂。生产商对于低油价的承受能力增强。

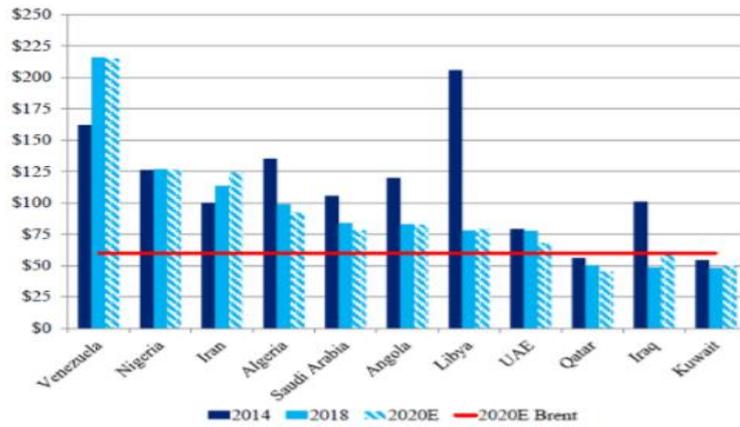
然而对于 OPEC, 原油开发成本并不重要, 要看财政平衡点。OPEC 国家财政平衡点在 50~150 美金/桶甚至更高, 沙特财政平衡点仍在 80 美金左右。

图 4: 全球原油成本曲线下移 (以 Brent 为基准)



资料来源: Platts, 天风证券研究所

图 5: OPEC 财政平衡油价 (\$/桶)

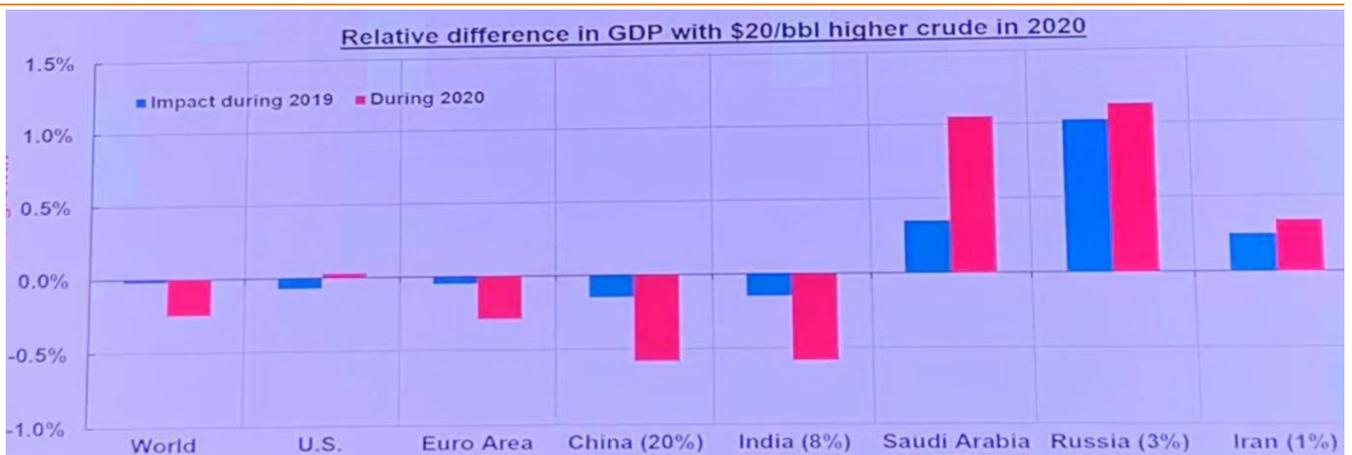


资料来源: Argus, 天风证券研究所

4. 消费国承受力变迁: 美国 delta 即将转正

Platts 测算, 到 2020 年, 美国 GDP 增速对油价上涨的反馈转为正值, 与美国原油出口管道扩能, 原油出口量持续增长有密切关系。中国、印度的经济受油价上涨的负面影响最大。美国对国际石油市场的诉求需要重新思考。

图 6: 主要国家 GDP 增速对油价波动的反应



资料来源: Platts, 天风证券研究所

5. 区域市场: 贸易流向改变导致定价体系更新

OPEC 减产(包括主动减产和被动减产), 美国管道投产出口增加, 欧洲北海油田产量下降。中国炼厂扩能进口量持续增长, 受贸易战影响, 进口美油减少, 进口俄罗斯 ESPO、巴西 Lula 等油种增加。产销地结构变化带来定价体系变化: 美油对欧洲市场和亚太市场影响力增强, WTI 鹿特丹到岸价、WTI 宁波到岸价、以及一揽子油种的山东到岸价, 将成为价格体系组成部分。

图 7: WTI 影响欧洲、亚太市场定价

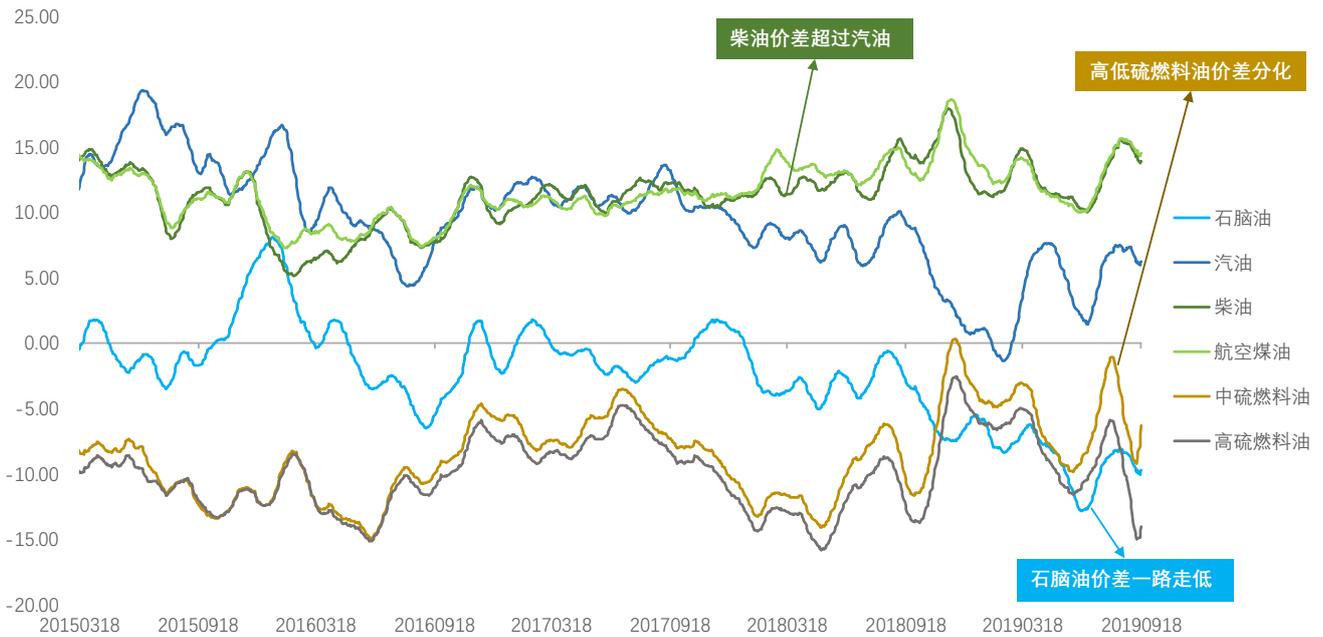


资料来源: Argus, 天风证券研究所

6. 炼厂利润：IMO 对炼厂利润有支撑

IMO 船燃低硫执行日期的临近，对成品油价差的结构分化影响大。从 2018 年开始，汽油价差和柴油价差就出现倒挂，原因：1) 柴油受到低硫船燃调和需求拉动；2) 汽油受到石脑油化工利润低迷的负面影响。未来一段时间内，在原油供给支撑、需求疲软的总体背景下，柴油和低硫船燃的价差将成为原油价格上行的边际。

图 8：新加坡市场石油制品价差变化（美元/桶）



资料来源: wind, 天风证券研究所

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com