

石油化工

证券研究报告
2019年01月23日

原油月报：借力修复，页岩和需求因素压制上行空间

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 联系人
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

- 《石油化工-行业研究周报:中石化销售公司如何估值?》2019-01-20
- 《石油化工-行业研究简报:烯烃月报:烯烃利润分化, MTO 装置仍不经济》2019-01-15
- 《石油化工-行业研究周报:美元指数对油价影响》2019-01-13

1.供给：OPEC 减产效果初显，页岩油预期下半年增速下滑

OPEC 12 月产量环比显著下降，剩余产能历史新低。11 月维也纳会议各国表态比较积极，12 月沙特已经提前开始减产。截至 2018 年 11 月，OPEC 剩余产能仅余 164 万桶/天，沙特剩余产能仅余 98 万桶/天。

非 OPEC 供给将随美国页岩油放缓。预计 2019 年非 OPEC 国家总体增产 150 万桶/天。美国原油钻井活动 1 月以来明显放缓，预计 2019 年下半年开始，页岩油产量增速将出现明显下滑。

2.需求：2019 年预计增速 130 万桶/天

预计 2019 年全球原油需求增速将在 130 万桶/天左右。这一预测略低于 IEA 和 EIA 给出的 140 万桶/天，与 OPEC 给出的 129 万桶/天基本持平。

3. 供需平衡和库存：减产努力有望助库存重回 5 年均值下方

假如沙特减产完全执行，美国产量增速 130 万桶/天。在此假设下，2019 年有 15 万桶/天的小幅供需缺口。上半年有望将 OECD 石油库存压制在 5 年均值下方。

4.价差指标：月差修复支撑市场信心，裂解价差低位原油上行空间有限

月差修复：2018 年 1 月以来，Brent 和 WTI 的月差 contango 程度减轻，Brent 近月再次出现小幅 backwardation。

区域价差缩小：随着 2018 年 9 月份 sunrise 管道扩容，瓶颈压力下降，产地价差持续回落，目前在 10 美金左右。Brent-WTI 价差亦从高位 11 美金/桶回落到 8 美金/桶左右。

裂解价差低位：亚太、美国炼厂裂解价差均走弱。尤其是亚太降至历史低位，短期和年底国营炼厂降库存有关。

5.宏观和金融因素：风险资产回暖，投机多头下降

2019 年，尽管全球经济存在下行风险，各国央行货币紧缩趋缓有助于减轻经济下行压力。这已经在近期市场上有所体现，主要金融市场的风险资产价格有所恢复，这一正面影响也体现在原油市场上。

投机多头减少，交易风险得到释放。10 月油价下跌以来，对冲基金和货币基金的原油投机性净多头持仓量持续下降。

6.结论：国际油价底部反弹已经 11 美金左右，反映了对 OPEC 减产较多的预期。如果 WTI 继续上行到 60 美金，页岩油 2019 年下半年产量增长显著放缓的假设就不能成立。排除交易型因素，我们认为 2019 年 WTI55 美金，布伦特 60-65 美金应为合理均衡。

风险提示：OPEC 减产不力的风险；美国页岩油产量下滑时间晚于预期的风险；全球原油需求增速 2019 年显著低于 130 万桶/天的风险；宏观因素导致风险资产再度下跌的风险。



1. 供给：OPEC 减产效果初显，页岩油预期下半年增速下滑

1.1. OPEC 供给：12 月环比显著下降，剩余产能历史新低

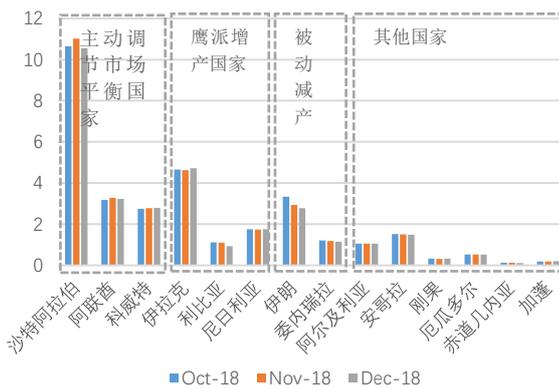
2018 年下半年，OPEC 产量维持在高位，Q3/Q4 分别 3960/3950 万桶/天。

11 月维也纳会议各国表态比较积极。OPEC 和非 OPEC 国家达成 120 万桶/天减产协议，其中 OPEC 减产 80 万桶/天，非 OPEC 减产 40 万桶/天。各国在非正式场合表态显示，沙特到 1 月份产量要下降至 1020 万桶/天，比 11 月减少约 80 万桶/天；俄罗斯将减产 23 万桶/天，伊拉克减产 14 万桶/天，墨西哥减产 4 万桶/天，阿塞拜疆 2 万桶/天、马来西亚 1.5 万桶/天，伊拉克、利比亚和委内瑞拉豁免（根据 IEA 月报）。

12 月 OPEC 已经提前开始减产。2018 年 12 月，OPEC 原油+NGL 产量约 3858 万桶/天，扣除 NGL 后，原油产量 3158 万桶/天，环比下降 75 万桶/天。减产主要来自：1) 沙特带头减产 47 万桶/天；2) 伊朗制裁后产量被动下降 16 万桶/天；3) 利比亚一油田宣布不可抗力产量意外下降 17 万桶/天。

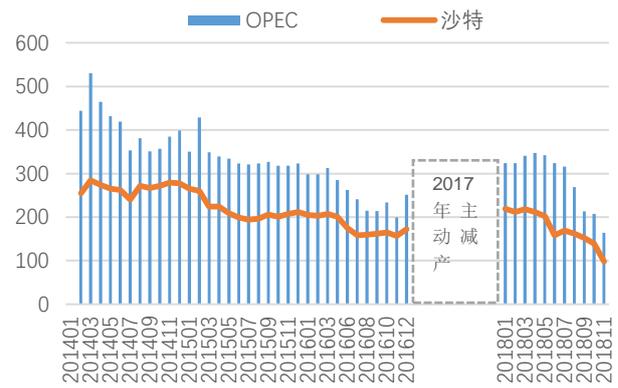
OPEC 沙特剩余产能突破历史低点。截至 2018 年 11 月，OPEC 剩余产能仅余 164 万桶/天，沙特剩余产能仅余 98 万桶/天。

图 1：OPEC 各国产量情况（单位：百万桶/天）



资料来源：IEA，天风证券研究所

图 2：OPEC 和沙特剩余产能（万桶/天）



资料来源：IEA，天风证券研究所

1.2. 非 OPEC：页岩油仍是增产主力，预计 2019 年下半年产量增速下滑明显

非 OPEC 中，2019 年美国仍是增产主力预计增加 130 万桶/天，巴西项目投产拉动增长 40 万桶/天左右，加拿大减少 20 万桶/天左右。中国、欧洲北海等其他国家总体平稳。预计 2019 年非 OPEC 国家总体增产 150 万桶/天。

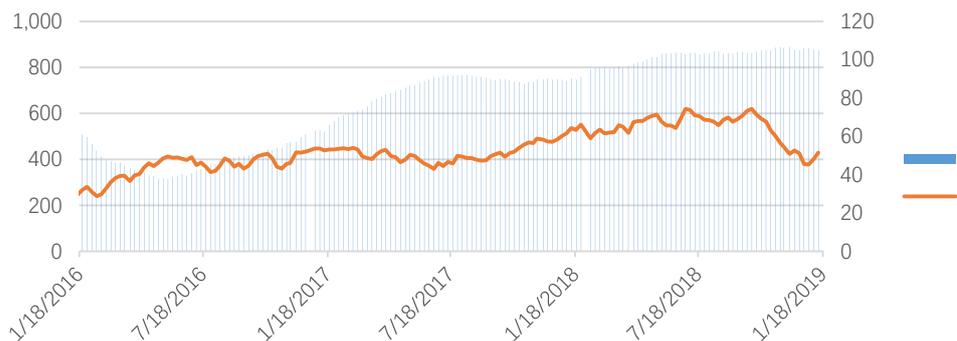
具体到美国页岩油：根据 EIA 估算，美国原油 2018/2019 年增速将分别 160/120 万桶/天。原油+NGL 增速 220/180 万桶/天。

根据 IEA 数据，美国原油 2018/2019 年增速将分别 160/100 万桶/天，原油+NGL 产量增长分别为 210/130 万桶/天。

二者的重要差距在于，对美国 NGL 产量增速，EIA 相对乐观，IEA 则偏保守。我们更倾向于 IEA 的判断，因为油价下跌会影响页岩油钻井活动，进而影响 2019 年尤其是下半年产量增速。NGL 方面，乙烷裂解 2019 年仍处于投产高峰期，但是对新增乙烷需求的拉动比 2018 年略有放缓。

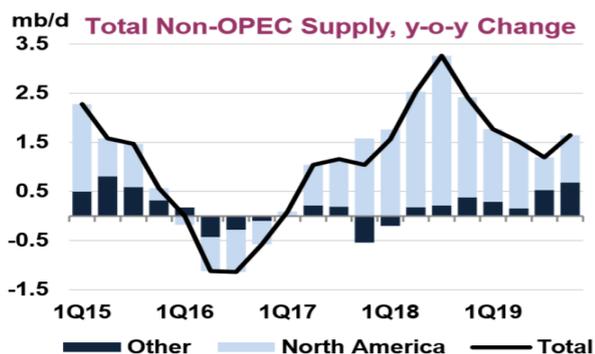
钻井活动 1 月以来明显放缓，预计 2019 年下半年开始，页岩油产量增速将出现明显下滑。贝克休斯钻机数据显示，从 2019 年 1 月初开始，美国石油钻机数量开始连续 3 周下滑，最近一周大幅下滑 21 个。历史规律表明，油价下滑 3-4 个月之后钻机数量开始下滑，再向后推 6 个月左右产量增速会出现明显下滑。

图 3: 美国石油钻机数量 (个) 与 WTI 油价 (美金/桶)



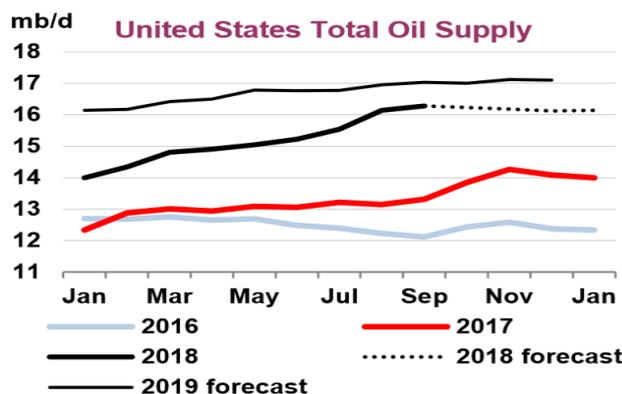
资料来源: 贝克休斯, 天风证券研究所

图 4: 非 OPEC 国家供给增速仍主要来自北美 (百万桶/天)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

图 5: 美国原油和凝析油供给增速前高后低 (百万桶/天)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

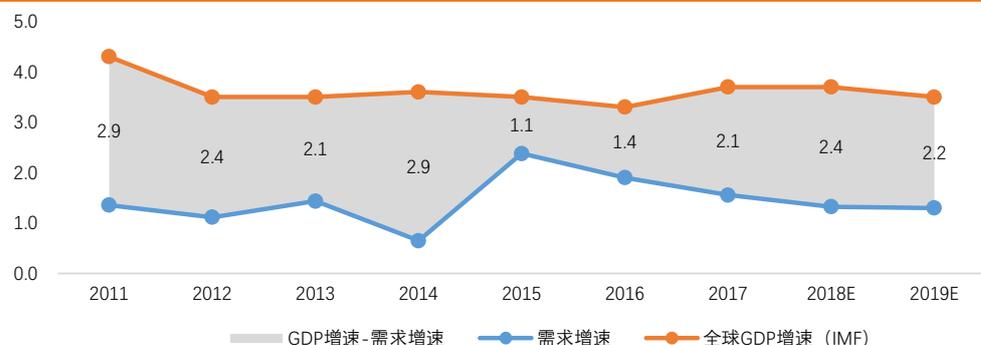
2. 需求: 下行周期背景下, 季节性因素有望修复

2.1. 全球需求增速下滑已成事实

IMF 对 2019 年 GDP 增速预期维持在 3.5% (2018 年 3.7%)。分国家来看, 尽管美国增速开始放缓, 但仍明显强于欧洲和日本。发展中国家, 中国、印度两大原油消费驱动将放缓, 巴西、俄罗斯相对平稳。

对原油需求预测的简单公式=全球 GDP 增速-2.2%, 那么 2019 年全球原油需求增速将在 130 万桶/天左右。这一预测略低于 IEA 和 EIA 给出的 140 万桶/天, 与 OPEC 给出的 129 万桶/天基本持平。

图 6: 全球 GDP 增速与原油需求增速 (%)



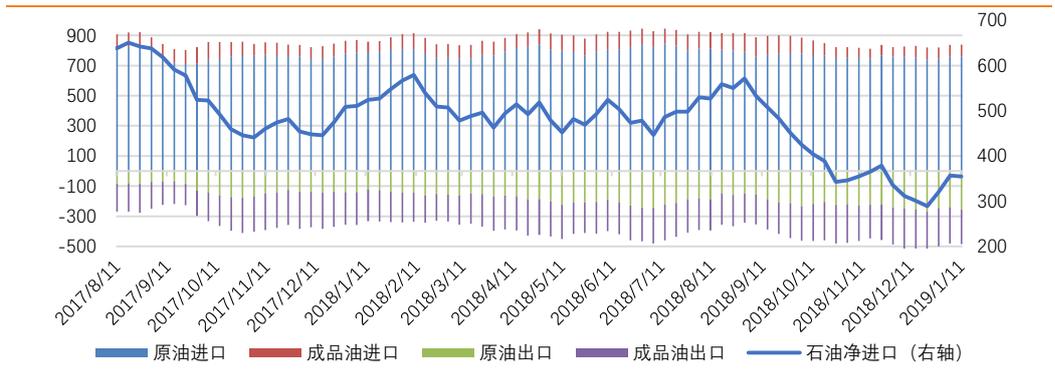
资料来源: IEA, IMF, 天风证券研究所

2.2. 美国原油成品油消费季节性小幅恢复

9-10 月是美国炼厂检修季, 叠加 VLCC 出口终端在 12 月扩容, 导致 9-12 月连续三个月美

国石油及制品净进口量持续下降。近期随着需求季节性回来，以及 VLCC 终端能力再度打满，净进口量又有小幅上升趋势。

图 7：美国原油、成品油净进口量（单位：万桶/天）



资料来源：EIA，天风证券研究所

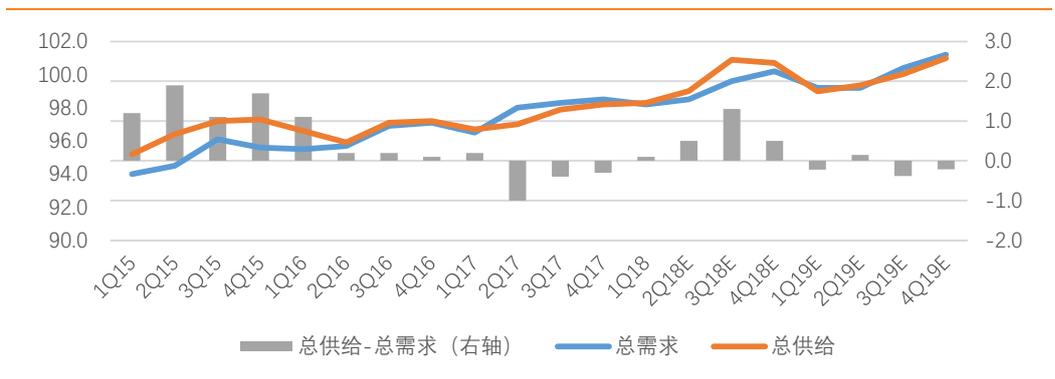
2.3. 供需平衡的核心变量在沙特减产执行力，以及页岩油增速

我们的供需平衡表，在 IEA 数据基础上，对 2019 年 OPEC 产量按照各国表述进行调整。

乐观情形：沙特减产完全执行，美国产量增速按照 130 万桶/天。在此假设下，2019 年有小幅供需缺口。

悲观情形：假如沙特减产不及预期，1 月份之后产量仍高于 1020 万桶/天，或者下半年减产不延续，或者美国原油产量增速下滑较慢。则全球原油供过于求。

图 8：全球原油供给和需求（百万桶/天）



资料来源：IEA，天风证券研究所

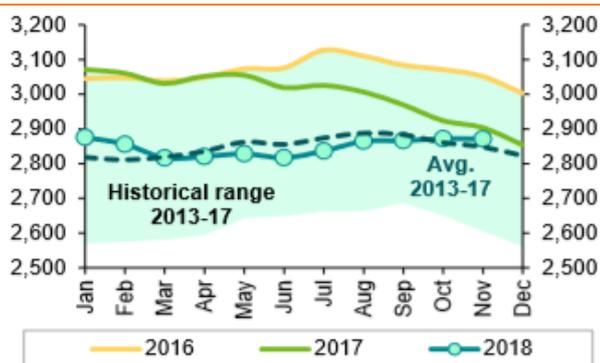
2.4. 库存：OECD 库存在 5 年均值附近，美国库欣库存小幅下降

根据 OPEC 数据，2018 年 11 月 OECD 商业石油库存环比小幅下降 0.7 百万桶至 2871 百万桶，比 5 年均值高 23 百万桶。从库存天数来看，库存天数 59.2 天，环比下降 0.4 天，比 5 年均值低 1.4 天。

截至 1 月 11 日，美国原油库存 1260 百万桶，环比小幅上升。库欣库存 41.5 百万桶，经历了 3 个月的累库后，首次周度下降。

图 9：OECD 原油库存（百万桶）

图 10：美国原油库存（千桶）



资料来源：OPEC，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

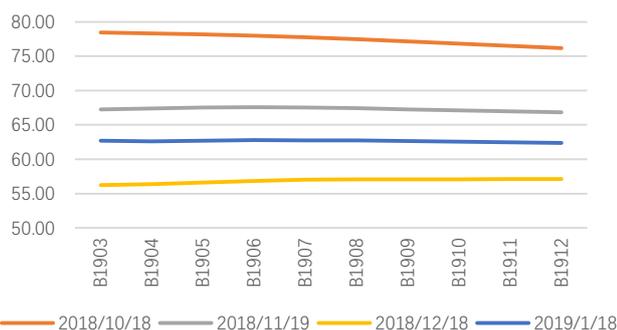
3. 价差指标

3.1. 月差略修复

2018 年以来，随着现货市场宽松、油价快速下跌，月差结构从 backwardation 到 12 月份变成 contango。

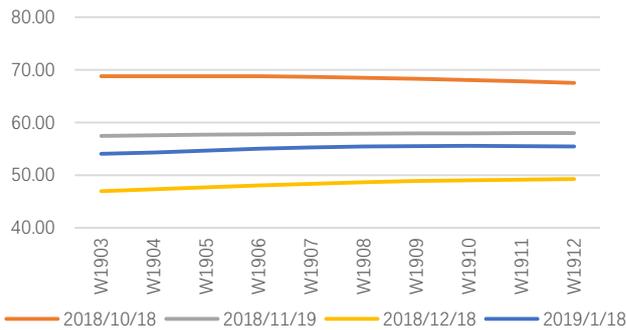
2018 年 1 月以来，Brent 和 WTI 的月差 contango 程度减轻，Brent 近月再次出现小幅 backwardation。

图 11: Brent 月差 (美金/桶)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12: WTI 月差 (美金/桶)



资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 区域价差：产地折价缩小

在 2018 年 Q2-3 页岩油输送瓶颈明显时，产地折价 (LLS-Midland 价差) 一度高达 24 美金/桶。随着 2018 年 9 月份 sunrise 管道扩容，瓶颈压力下降，产地价差回落，目前在 10 美金左右。

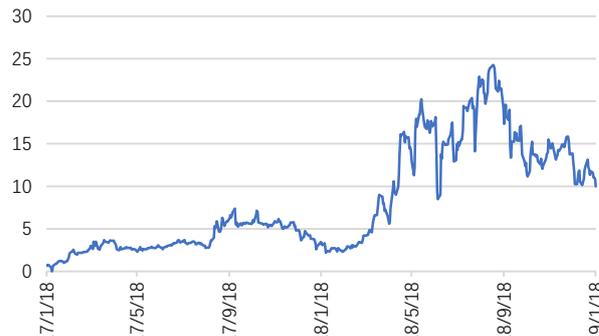
Brent-WTI 价差亦从高位 11 美金/桶回落到 8 美金/桶左右。

图 13: Brent-WTI 价差 (美金/桶)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14: LLS-Midland 价差 (美金/桶)



资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 裂解价差：持续走弱

亚太、美国炼厂裂解价差均走弱。尤其是亚太降至历史低位，短期和年底国营炼厂降库存有关。

图 15：亚太裂解价差（美金/桶）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

图 16：美国炼厂裂解价差（美金/桶）



资料来源：bloomberg，天风证券研究所

4. 宏观和金融因素：全球风险资产回暖，原油交易风险得释放

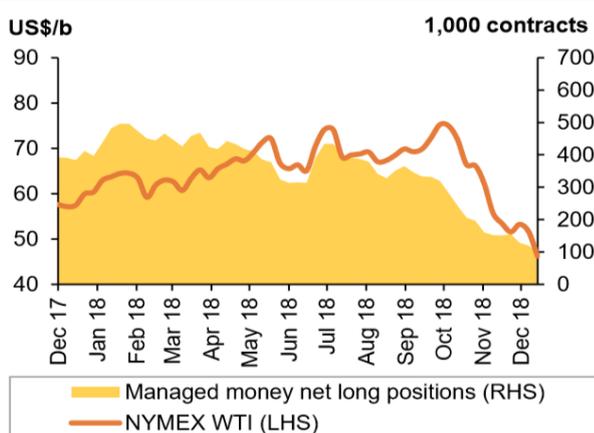
2019 年，发达国家央行货币政策从分离到趋同。2018 年，各国央行不同的货币政策导致了美元走强，2019 年有望回落。2018 年，美联储加息 100bp，比年初预期多 25bp，主要原因是政府财政刺激使经济强于预期。美国长短期国债利差已经大幅走低，市场越来越担心，过度紧缩使美国经济下滑速度太快。美联储最近一次会议中，下调了中期利率展望，从 2019 年提高 75bp 下调到 50bp。欧洲央行停止了资产购买，但是 2019 年很可能不会加息。日本因通胀仍低于目标，2019 年很有可能维持货币宽松。

新兴经济体货币跌后走稳。2018 年发展中国家面临经常性账户赤字问题，货币走弱。有些发展中国家不得不紧缩货币政策，以抑制资本外流，比如阿根廷和土耳其。印度去年连续两次提高基准利率，以应对通货膨胀和卢比走弱。好在到了 2018Q4，新兴国家货币贬值的压力减轻了。

2019 年，尽管全球经济存在下行风险，各国央行货币紧缩趋缓有助于减轻经济下行压力。这已经在近期市场上有所体现，主要金融市场的风险资产价格有所恢复，这一正面影响也体现在原油市场上。

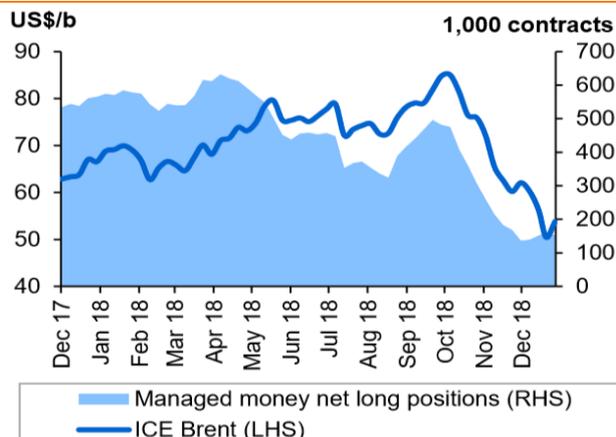
投机多头减少，交易风险得到释放。10 月油价下跌以来，对冲基金和货币基金的原油投机性净多头持仓量持续下降。

图 17：WTI 油价和基金净多头持仓（美金/桶）



资料来源：OPEC，天风证券研究所

图 18：Brent 油价和基金净多头持仓（美金/桶）



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