

石油化工

原油：美国产地折价缩窄，限制油价上行空间

证券研究报告

2019年04月14日

投资评级

行业评级

上次评级

中性(调低评级)

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

1. 美国页岩油主产区 Midland 折价缩窄

2018年10月以来，油价呈现深V走势，页岩油主产区的 Midland 价格相比 WTI 折价，从最高 18 美金下降到目前 4 美金。WTI 相比最高点 76 美金还有 13 美金的差距，而 Midland 相比最高点 69 美金仅有 10 美金的差距。

2. 管道建设超预期

2018年11月以来，已经有 Sunrise、BridgeTex、Midland-to-Sealy 管道项目相继投产，另外 NGL 管道转换为原油管道的 Midland-to-Echo II 项目也将于今年二季度开始商业化运行，管输能力总计提升 635 万桶/天。这些管道的扩建或改造不仅能够吸收该盆地的任何新产量，同时也可以消化大量的遗留原油产量。

除上述管道项目之外，2019年三季度 Cactus II 项目部分管道将投入使用，EPIC 的项目初期也会增加 400 万桶/天管输能力（完整项目将于 2020 年一季度投产），Gray Oak 预计在四季度项目投产。这些管道项目将带来大约 2 百万桶/天的管输能力。

当所有项目都投产之后，二叠纪总输送能力将达到 6 百万桶/天，相比 RBN 对原油产量预测，大约高出 1 百万桶/天。

3. 60 美金产地价格，足以支撑页岩油钻井活动维持高位

自从 2016 年页岩油成本显著下降以来，midland 价格极少超过 60 美金，即使超过也是短暂的。2018 年均值是 58 美金，2018 年美国页岩油产量增长 174 万桶/天。

2018 年 10 月，油价暴跌后，美国石油钻机数量从高点 888 台逐步下降至 816 台。然而近期的油价反弹，以及产地折价的缩小，导致 midland 价格达到 60 美金左右，美国石油钻机数量一改前几个月的跌势，最近两周累计反弹了 17 台。

4. 结论：油价反弹受限

页岩油钻机数量和完井活动都有所恢复，如果趋势持续，估计最早 6 月份就可能看到页岩油产量增速回升。如此一来，之前市场预期的“页岩油 2019 年增速前高后低”就不能实现，这对原油供需平衡表的修复不利。

从边际变化的角度，沙特超额减产、委内瑞拉制裁和停电导致产量超预期下滑、巴西因操作原因导致产量增长不及预期，这些利多因素已经实现。除非更加极端的情况发生，油价继续上行空间受限。

风险提示：油价暴跌风险；管道项目进度不达预期风险

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

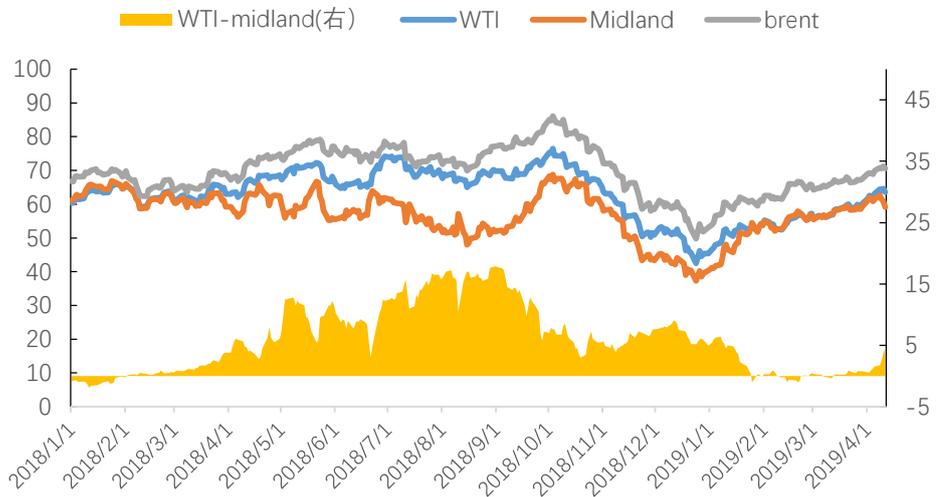
- 1 《石油化工-行业研究简报:不破不立——江苏化工园区从严整顿,连云港石化产业园有望受益》 2019-04-08
- 2 《石油化工-行业专题研究:专题:油服行业能否走出价值陷阱?》 2019-04-05
- 3 《石油化工-行业研究简报:烯烃月报:烯烃单体价格分化,上游库存创新高》 2019-03-27



1. 美国页岩油主产区 Midland 折价缩窄

2018 年 10 月以来，油价呈现深 V 走势，页岩油主产区的 Midland 价格相比 WTI 折价，从最高 18 美金下降到目前 4 美金。WTI 相比最高点 76 美金还有 13 美金的差距，而 Midland 相比最高点 69 美金仅有 10 美金的差距。

图 1: midland、WTI、brent 价格 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

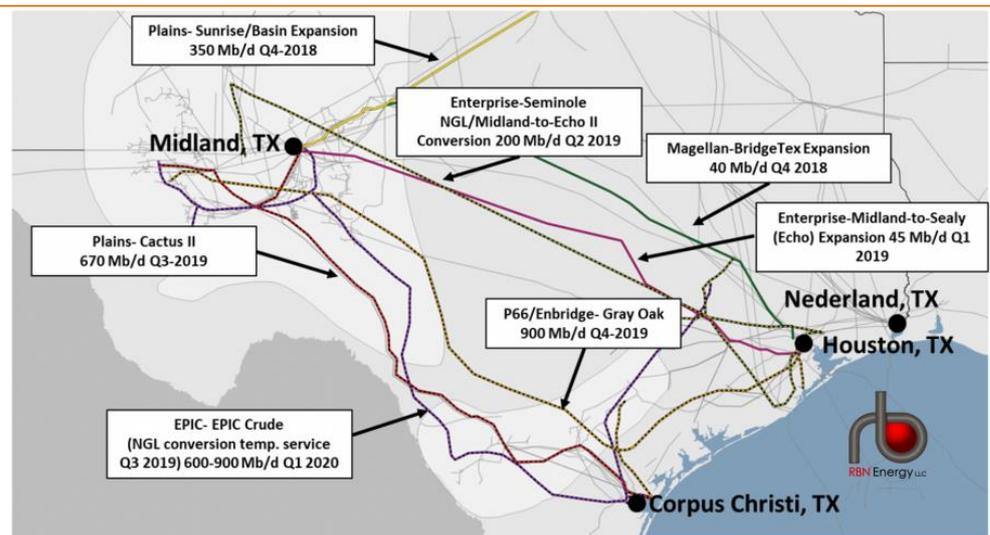
2. 管道建设超预期

2018 年 11 月以来，已经有 Sunrise、BridgeTex、Midland-to-Sealy 管道项目相继投产，另外 NGL 管道转换为原油管道的 Midland-to-Echo II 项目也将于今年二季度开始商业化运行，管输能力总计提升 635 万桶/天。这些管道的扩建或改造不仅能够吸收该盆地的任何新产量，同时也可以消化大量的遗留原油产量。

除上述管道项目之外，2019 年三季度 Cactus II 项目部分管道将投入使用，EPIC 的项目初期也会增加 400 万桶/天管输能力（完整项目将于 2020 年一季度投产），Gray Oak 预计在四季度项目投产。这些管道项目将带来大约 2 百万桶/天的管输能力。

当所有项目都投产之后，二叠纪总输送能力将达到 6 百万桶/天，相比 RBN 对原油产量预测，大约高出 1 百万桶/天。

图 2: 近期投产二叠纪管道项目和 2019 年发展规划



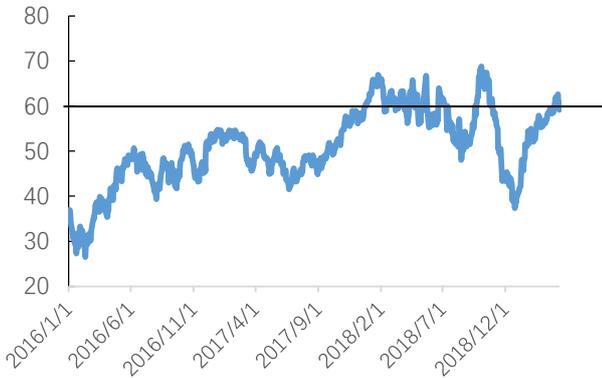
资料来源: RBN, 天风证券研究所

3. 60 美金产地价格，足以支撑页岩油钻井活动维持高位

自从 2016 年页岩油成本显著下降以来，midland 价格极少超过 60 美金，即使超过也是短暂的。2018 年均值是 58 美金，2018 年美国页岩油产量增长 174 万桶/天。

2018 年 10 月，油价暴跌后，美国石油钻机数量从高点 888 台开始快速下降至 816 台。然而近期的油价反弹，以及产地折价的缩小，导致 midland 价格达到 60 美金左右，美国石油钻机数量一改前几个月的跌势，最近两周累计反弹了 17 台。

图 3: Midland 价格 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 4: 美国石油钻机数量 (台)



资料来源: 贝克休斯, 天风证券研究所

4. 结论：油价反弹受限

页岩油钻机数量和完井活动都有所恢复，如果趋势持续，估计最早 6 月份就可能看到页岩油产量增速回升。如此一来，之前市场预期的“页岩油 2019 年增速前高后低”就不能实现，这对原油供需平衡表的修复不利。

从边际变化的角度，沙特超额减产、委内瑞拉制裁和停电导致产量超预期下滑、巴西因操作原因导致产量增长不及预期，这些利多因素已经实现。除非更加极端的情况发生，油价继续上行空间受限。

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