

刘蒙  
联系人许隽逸  
分析师 SAC 执业编号: S1130519040001

## 下半年油价的最大变数：200+万桶页岩油！

### 事件

2019年初至6月中旬，美国原油产量增长约为60万桶/日，这个产量增速明显低于2018年同期的约140万桶/日，降幅接近60%，于此同时，美国对伊朗的制裁以及OPEC的减产执行情况在更多时候左右了市场的情绪，以至于很多投资者忽视了页岩油对全球原油供应的影响。

### 评论

2019年下半年原油市场即将迎来供应端的最大变数，如果WTI油价中枢维持在50+美金/桶环境，那么将大概率有约200万桶/日的页岩油即将随着美国原油管道的建成而投放市场。我们认为这个规模的原油产量的投放将深刻地改变当前全球原油的供求结构。我们认为2019年下半年开始的200+万桶/日美国原油管道的投产对全球原油供应结构的影响，将超过OPEC减产以及美国对伊朗的制裁所带来的影响。

### 投资建议

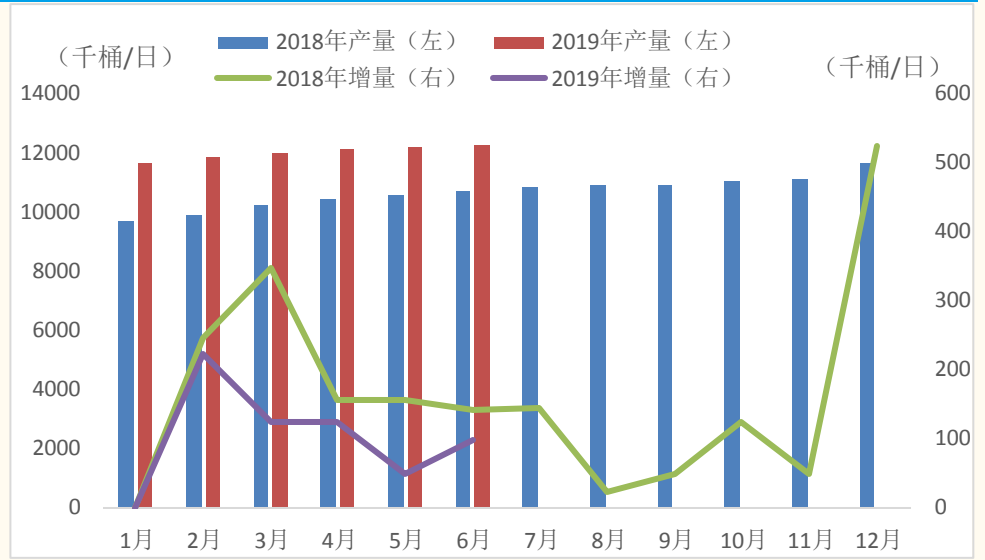
我们维持行业“中性”评级。

### 风险提示

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等），(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）(3) 地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等）

- 2019 年初至 6 月中旬，美国原油产量增长约为 60 万桶/日，这个产量增速明显低于 2018 年同期的约 140 万桶/日，降幅接近 60%，于此同时，美国对伊朗的制裁以及 OPEC 的减产执行情况在更多时候左右了市场的情绪，以至于很多投资者忽视了页岩油对全球原油供应的影响。我们在此需要特别强调的是：2019 年下半年原油市场即将迎来供应端的最大变数，如果 WTI 油价中枢维持在 50+美金/桶环境，那么将大概率有约 200 万桶/日的页岩油即将随着美国原油管道的建成而投放市场。我们认为这个规模的原油产量的投放将深刻地改变当前全球原油的供求结构。

图表 1：2018-2019 同期美国原油产量增量的对比



来源：EIA，国金证券研究所

- 一般来说，油气田的产能需要经过开采，才能够形成产量，而产量的核心是能够通过中游的储运环节到达市场参与交易，这时候原油的产量才会对市场的供求结构产生影响。由于美国原油管道的建设速度慢于美国页岩油田的商业化开采速度，导致近年来美国原油产量的增速受到管输瓶颈的制约。一旦出现管道满负荷运行，则页岩油气田的产能将无法转化为产量。这就导致了美国国内出现大量的库存井（DUC, Drilled but Uncompleted），这部分库存井所对应的油气产能因为管道负荷已满，将无法释放形成产量。但是我们需要提到的是，库存井只需要经历完井作业流程就可以迅速将产量释放，因此一旦管道投产，这部分库存井所对应的产能将能够很快形成产量，在原油供应端产生直接影响。因此，当前决定美国原油供应节奏的核心因素是管道的建设投产进度。

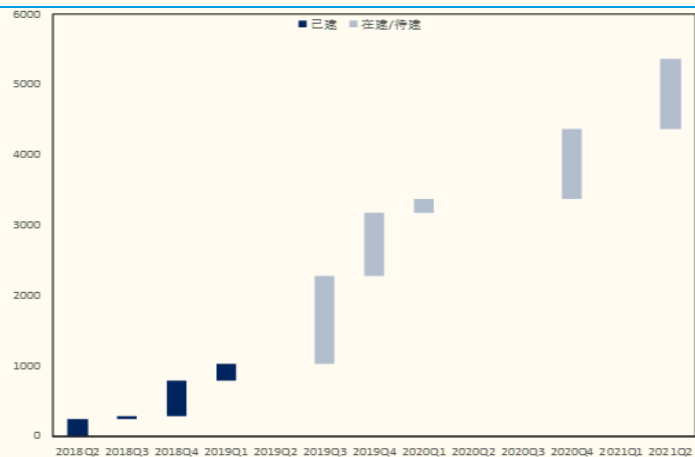
图表 2: 美国 Permian 地区管道建设情况统计

名称	运营商	新建/扩产	始发地	到达地	运输能力 (千桶/日)	投产日期
Midland to Sealy	Enterprise Products Partners LP	新建	Midland, TX, USA	Sealy, TX, USA	210	2018/5/1
Midland to Sealy	Enterprise Products Partners LP	新建	Midland, TX, USA	Sealy, TX, USA	35	2018/6/1
Permian Express 3	Energy Transfer Partners LP	扩产	Permian basin	Nederland Texas	40	2018/7/1
Sunrise expansion	Plains All American	新建	Permian Basin, Texas, USA	Cushing, OK, USA	500	2018/11/1
Bridgetex	Magellan	扩产	Permian Basin, Texas, USA	Houston, TX, USA	40	2019/1/1
Seminole Pipeline	Enterprise Products Partners LP	转换	Midland, TX, USA	Sealy, TX, USA	200	2019/2/1
EPIC Pipeline	Texstar	新建	Orla/Crane Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	425	2019/7/1
Cactus 2	Plains All American	新建	Permian Basin, Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	670	2019/10/1
EPIC Pipeline expansion	Texstar	扩产	Orla/Crane Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	150	2019/10/1
Gray Oak	Phillips 66 Partners	新建	Permian Basin, Texas, USA	Corpus Christi, TX, USA	900	2019/11/1
ETP NLG conversion	Enterprise Products Partners LP	转换	Permian Basin, Texas, USA	Houston, TX, USA	200	2020/1/1
Jupiter Pipeline	Jupiter MLP	新建	Permian Basin, Texas, USA	Brownsville, Texas	1000	2020Q4
PAA/XOM JV Permian Gulf Coast Pipeline	ExxonMobil and Plains All American Pipeline	新建	Permian Basin	Texas Gulf Coast	1000	2021H1

来源: 美国管道公司公告, 国金证券研究所

- 上图是我们统计的 2018 年中-2021 年上半年的美国原油管道投产安排, 我们认为: 随着管道的投产运营, 美国本土原油产量将出现阶梯型增长。根据我们对美国管道建设情况的统计和跟踪, 2019 年上半年新投产的管道较少, 这也对应了 2019 年上半年相比 2018 年同期产量增速下降约 60%, 但是我们可以很直观地看到: 2019 年下半年新投产的美国原油管道运力将达到 200+万桶/日。因此, 2019 年上半年美国管输瓶颈仍制约着美国原油增产, 而两百万桶量级的美国原油增产量将会在 2019 年下半年逐步释放。

图表 3: 美国 Permian 地区管道建设情况统计 (千桶/日)



来源: 美国管道公司公告, 国金证券研究所

- 上图是美国原油管道的理论投产安排所对应的管道运力, 原则上也将对应美国原油产量的新增速度。我们也需要特别提到的是, 实际的美国原油产量增加的节奏将并不一定遵照上图的时间点, 考虑到管道从投放到满负荷运行通常需要经历大概 1-3 个月的提负荷过程, 更加可能的情景是从 2019 年 7 月份开始往后的约 3 个季度, 将会看到 200+万桶/日的页岩油产量增量逐步释放。

- 我们认为，只要美国原油 WTI 的价格中枢维持在 50+美金/桶的环境下（即：美国页岩油核心区的桶油平均成本以上），200 万桶/日量级的页岩油的产量增量逐步释放大概率是确定性的，但是，如果 WTI 价格中枢跌到 45 美金/桶以下且持续 2 个季度左右，考虑到页岩油气开采本身的高度机动化的特性（即：有钱赚就开采，没钱赚就暂缓开采），则美国原油产量将有很大可能性出现衰减。综合来看，我们认为 2019 年下半年开始的 200+万桶/日美国原油管道的投产对全球原油供应结构的影响，将超过 OPEC 减产以及美国对伊朗的制裁所带来的影响。

## 风险提示

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成对石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等），(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）(3) 地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅度增加等）

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

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 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH