

采掘8月视角：

经济压力依旧，破净煤炭股防御价值突出

任志强 S0360518010002

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

www.hczq.com

8月：经济压力依旧，破净煤炭股防御价值突出

□ 7月回顾：

宏观：7月宏观指标继续指向全球衰退，微观指标受季节性影响有所好转，FED在7月降息25个BP的概率为84%，降息50个BP的概率为16%，全球宽松的确认基本板上钉钉。但由于中国、美国经济数据均呈现出韧性，资产价格进入了一个观察期，但总体而言，“防御资产”仍然占优。

煤价：动力煤：7月5500秦港末煤平仓价在588-609元/吨之间运行，需求疲软驱动坑口港口共振下跌，完全符合月初的判断。**焦煤：**安泽主焦7月份在1530-1580元/吨区间内运行，在独立焦化厂的积极采购下筑底反弹，完全符合月初的判断。**焦炭：**吕梁准一7月份在1720-1820元/吨区间运行，在贸易商抄底的驱动下如期筑底反弹，完全符合月初的判断。

油价：7月WTI油在成品油需求疲软的驱动下下跌3美元至56美元/桶，布油下跌2美元/桶至63美元/桶。

□ 8月展望：

宏观：8月宏观仍然运行再全球衰退式宽松的框架下，FED降息预期仍然是100%。国内地产数据预计边际下滑，出口维持弱势，工业企业仍然主动去库存，大宗品整体运行在宏观预期压制的环境中。

煤价：1) 动力煤：预计8月旺季预期对终端采购的传导失效，涨价预期证伪，价格态势继续为坑口+港口共振下跌的趋势，现货短期有望跌至560元/吨附近，月度区间预计为560-600元/吨，中轴为580元/吨，不断产生市场煤和月度长协之间的套利空间。**2)**

焦炭：预计8月焦炭价格震荡偏强，目标区间为1850-2250元/吨，驱动因素主要来自于河北限产的反复+山东去产能的落地，若去产能“集中执行”，港口现货有望上行至2500元/吨，若去产能“分散后自行”，吕梁准一价格中枢抬升至1850元/吨。**3) 焦煤：**

8月焦煤仍处于供需平衡的状态中，焦煤价格跟随独立焦化厂对于后市的预期运行，预计震荡偏强，安泽主焦目标区间为1570-1750元/吨。

油价：在Q3是原油总体过剩的背景下，美油旺季仅剩最后一个月，高频数据讲边际走弱，叠加宏观的全球衰退预期，美国价格料将延续7月走势，继续下行。

□ 投资建议：

1) 股票：二季度煤炭股业绩有望超预期，价格驱动向下，但因为PB已经处于历史低位的缘故，煤炭股配置价值显著。**潞安环能、陕西煤业；开滦股份，金能科技，思路为一线破净股+业绩有望超预期标的。**

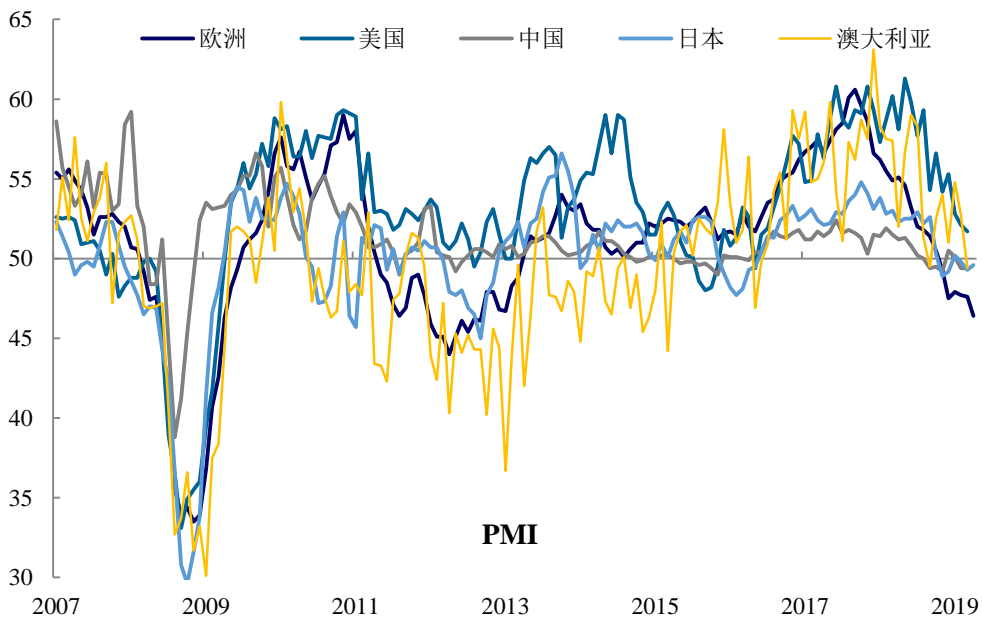
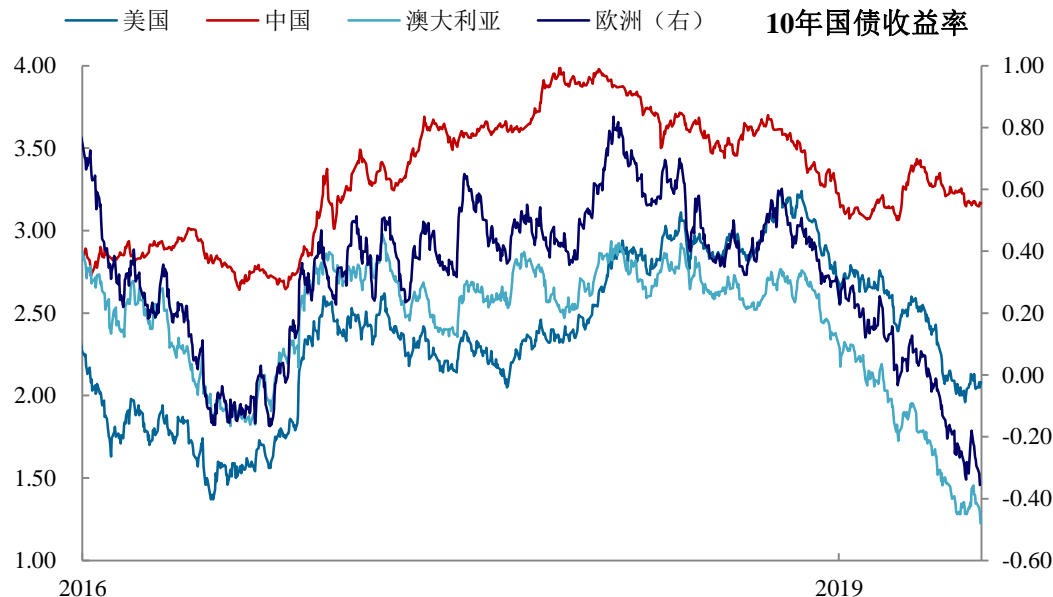
□ **风险提示：**地产数据超预期、FED降息超预期

SECTION 1

宏观：全球宽松待美联储确认，大宗品集体考验需求

全球：资源、制造和消费国均出现对衰退的担忧

- 1) 将全球经济视为一个整体，其结构沿着全球分工展开，在其经典的范例中，美国是全球消费+创新中心，欧洲是全球消费中心，中国是全球制造中心，澳大利亚是全球资源中心。在国民的全部经济活动中，生产活动是最为关键的纽带，它通过居民收入体现为需求，同时通过产量体现为供给，生产活动的衰弱容易引发诸如高失业率等社会问题。
- 2) 在2016-2019年的这轮由中国供改驱动的全球经济复苏中，2018年因为中美贸易摩擦给出顶部，三大不同分工国家的利率和PMI均出现明显的下滑，其中澳大利亚和欧洲受损最为显著，全球大衰退的担忧活跃在各个场合。



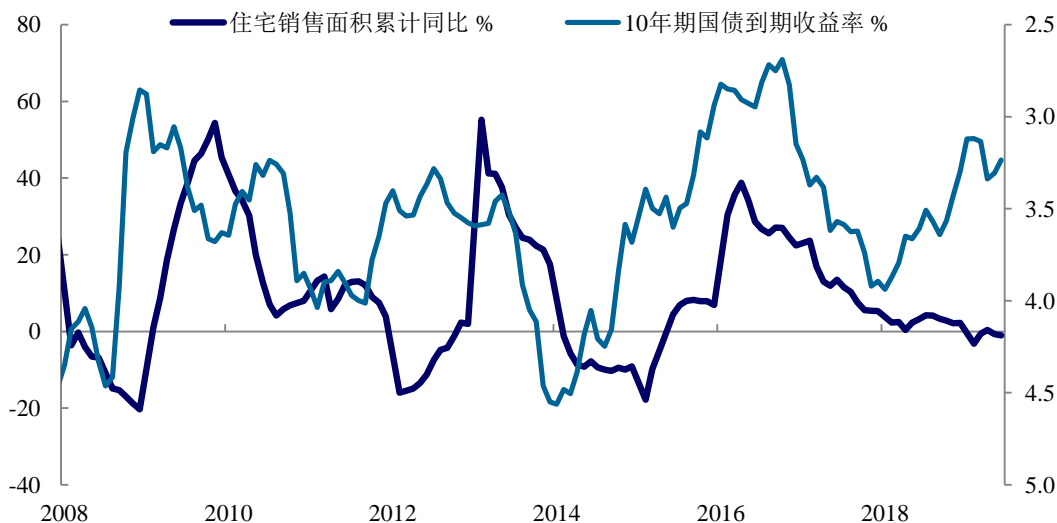
房地产：23号文压制开工端，小周期拐点已初现

1) 从经济驱动力的角度，房地产行业的核心指标是投资完成额，本次由棚改驱动的周期2016-2019年已经开始遭遇销售端的压力，周期面临结束的风险。若刨除天量的土地购置费，本轮周期早就在2018年的贸易战的悲观预期中一次探底，当下居于高位的投资完成额（扣除）增速源于货币政策发力叠加地产因城施策的局部放松。

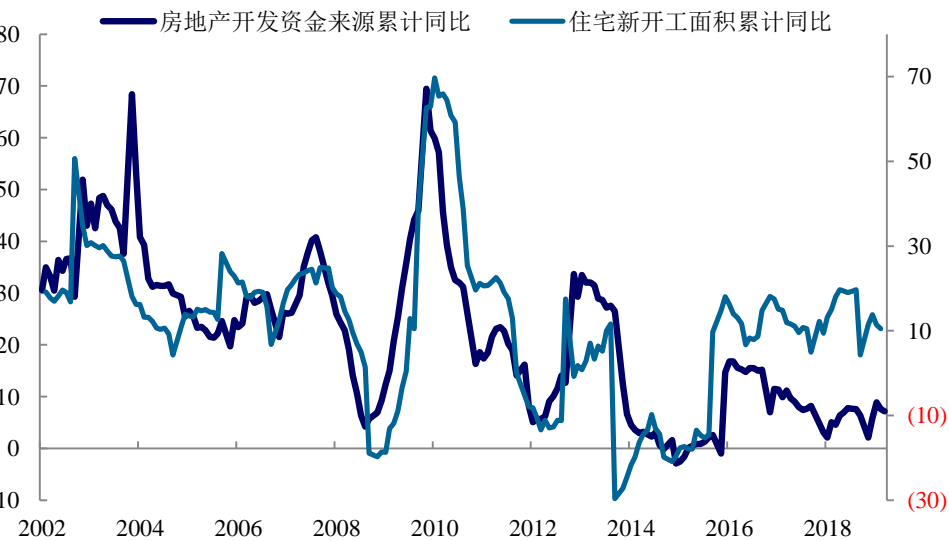
2) 在扣除土地购置费的投资中，决定性开发投入的因素是房价和销售情况，而销售和房价是个利率的游戏；甚至作为销售的后置环节房地产新开工也是个钱的游戏。在“房住不炒”的基调下，前期的“低利率”环境向销售的传导并不顺畅，开发资金到位情况受制于5月17日银保监会23号文对于信托融资的清理，地产投资投入面临下滑的风险。土地购置费属于摊销性费用，按照百城土地成交面积对该值的领先作用显示，也已经步入下滑阶段，政策驱动的小周期拐点已经结束，新开工增速面临季度级别的下滑，未来只能期待房地产监管政策或者货币政策再次发力。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

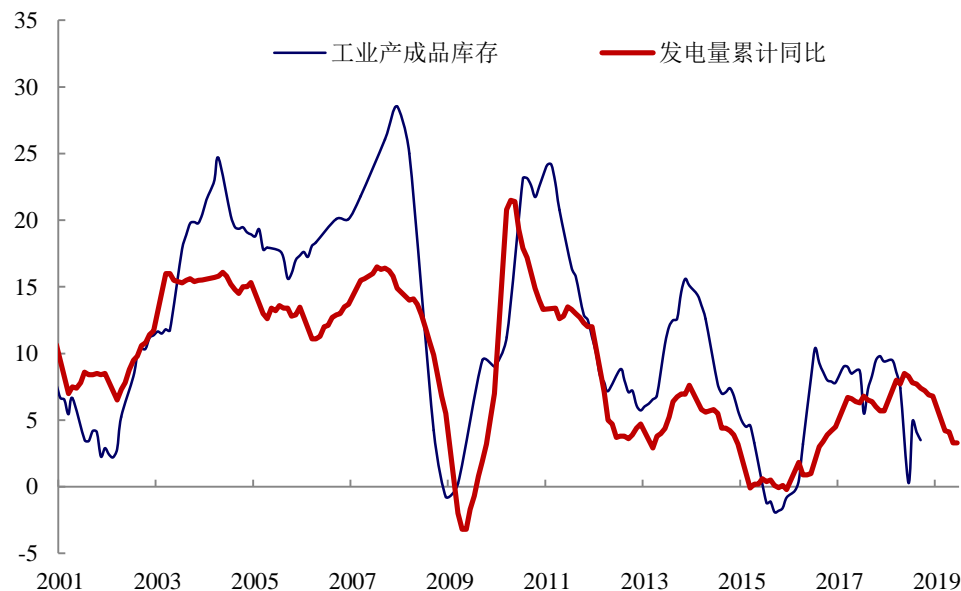


数据来源：wind、华创证券

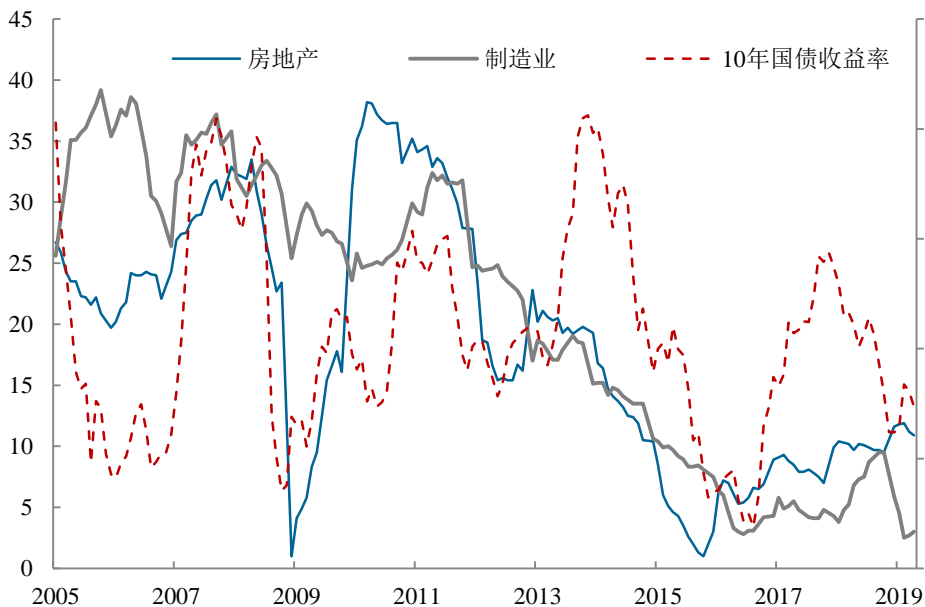
工业：主动去库存仍在推进

1) 工业产成品库存在税收政策和货币政策的合力作用下在4月出现了短暂的反弹，但随之在5月伴随工业企业利润总额负增长幅度扩大出现小幅回落。这意味着工业企业在价格导致的ROE下滑中还在消极生产，仍在主动降库存的进程中。

2) 从领先指标观察，此轮工业企业主动去库存或持续到2020年的Q2。从动力看，供改驱动的供需缺口逐步弥合，工业品在出口萎缩中价格面临回落，国家政策相对于刺激更更倾向于托举，经济转好尚需一段时间，工业生产在未来持续消极的姿态，直到“杠杆约束”或者“贸易摩擦”出现实质性的好转。



数据来源：wind、华创证券



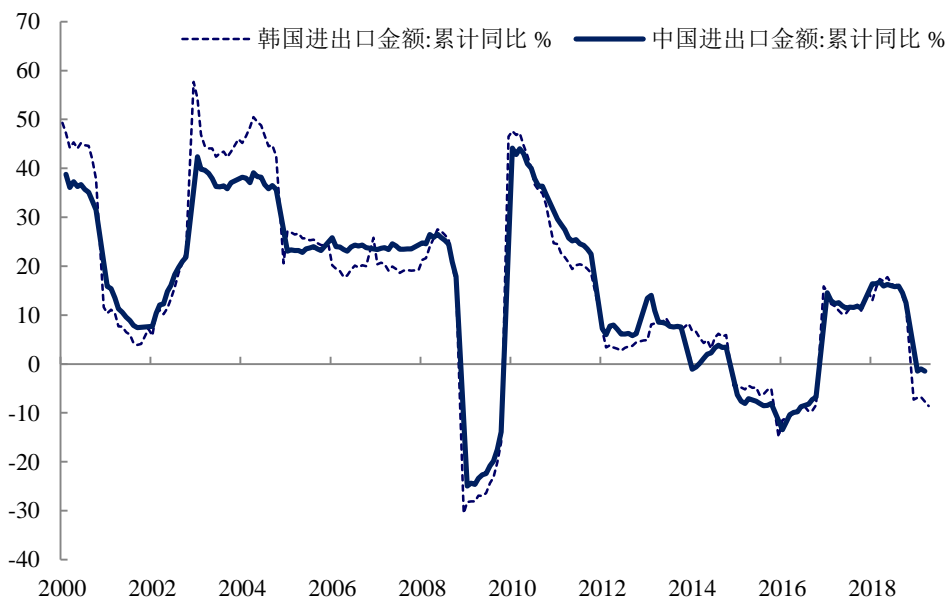
数据来源：wind、华创证券



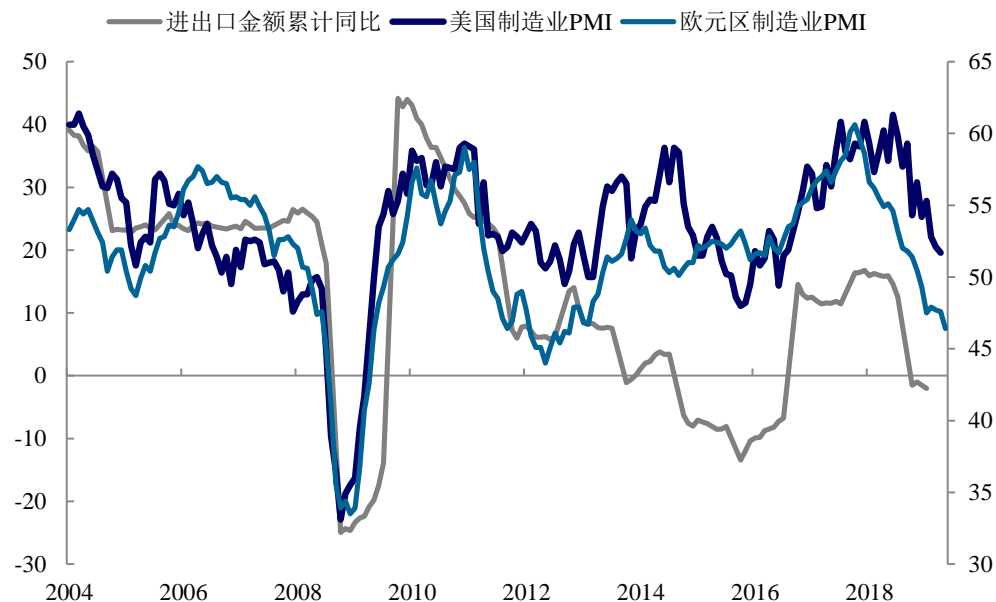
数据来源：wind、华创证券

出口：海外市场低迷，出口短期难有起色

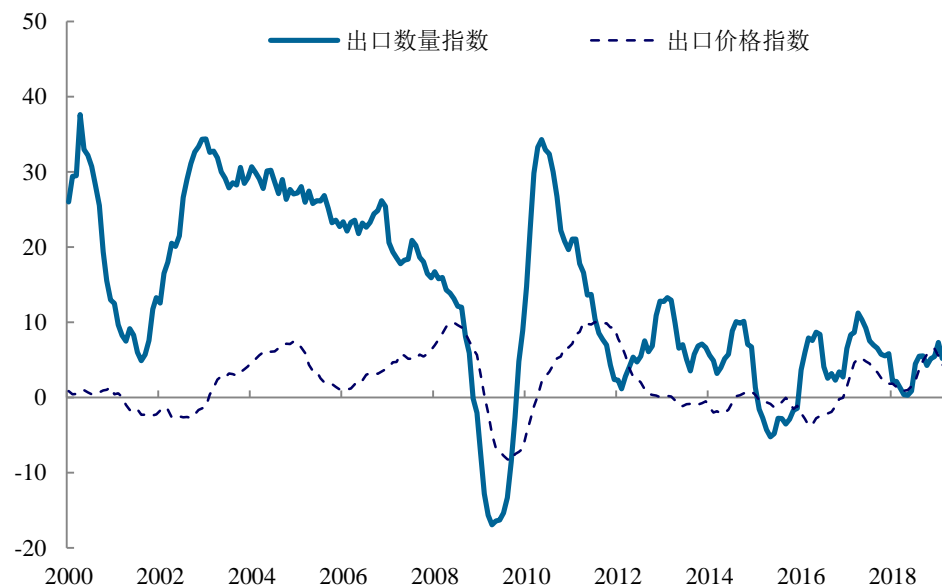
- 1) 我国进出口在2018年10月给出头部，为中美兑340亿美元商品互加25%关税后的3个月，抢出口效应消退后进出口开始快速回落，直接影响了我国制造业的生产和投资活动。
- 2) 站在当下，全球在中国供给驱动的复苏进程中遭遇中美贸易摩擦，再次陷入衰退的泥潭，竞相开启货币宽松进程，央行降准的消息此起彼伏。
- 3) 从领先指标的角度，我国进出口增速还将下一个台阶，以追平韩国进出口额累计同比增速；从驱动力的角度，未来出口量和价格指数均有下滑压力，继续下行还有一定空间。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

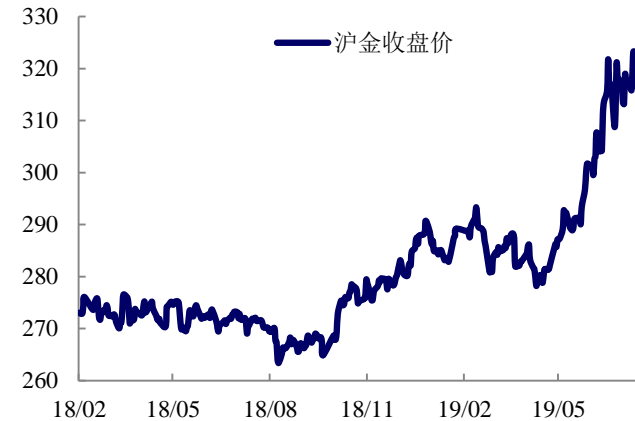
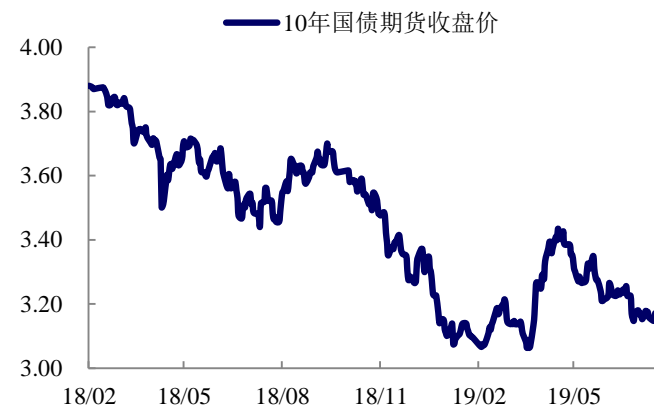
资产：“防御”继续占优，市场进入观察期

1) 在7月，股票债券商品均以震荡为主，并没有明显的方向。这种格局主要源于全球衰退的方向和FED降准的预期并没有明显的变化，国内外的方向相似成就了汇率的整体稳定。在汇率稳定的格局下，国内资产所表达的核心预期便是“政策进入观察期”，背后的驱动因素主要来自于经济数据呈现的韧性给予政策制定层以“宽松力度小幅回收”的可能性。

2) 在当下的核心预期中，Q3是以地产数据为根源，PPI为中介的数据下行，导致政策层面边际再次强调“经济风险”，“防御”资产高位再度上行。

3) 在国内的宏观背景组合中，工业受制于出口，地产高频微调意在取稳（房住不炒），基建发力却受制于“加杠杆”的空间，经济方向仍在缓步下行的轨道中。

4) 边际交易上，10年国债收益率能否破3成为下一个阶段交易的关键，3既是市场心理的锚，也是政策强度的温度计，也是国债和黄金创新高的核心驱动。



数据来源：wind、华创证券

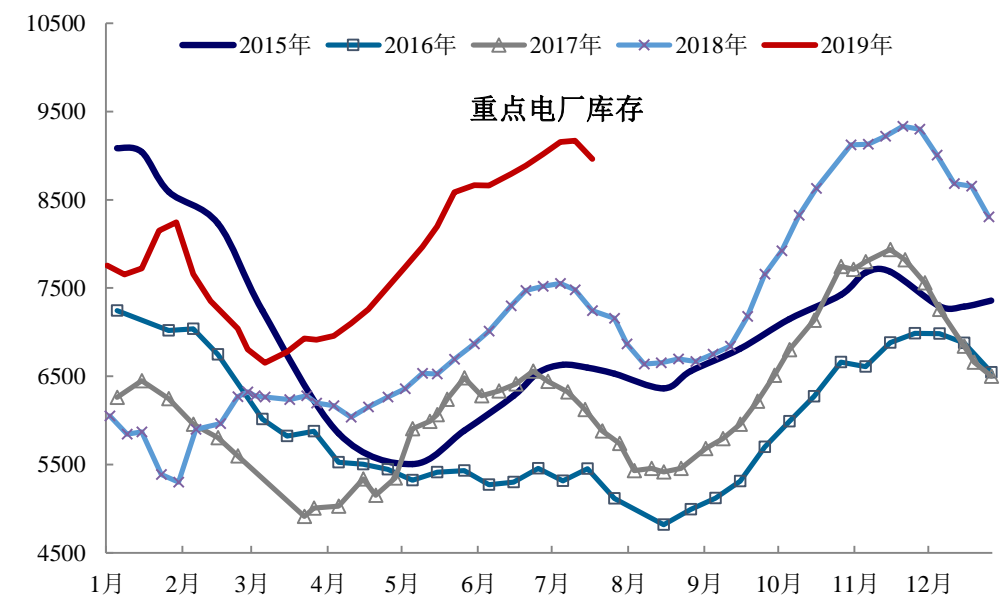
大宗品再定位：供需缺口基本弥合，波段交易政策预期

1) 在众多经历了供给侧改革的品种中，钢铁和煤炭是最典型的代表，当2016-2019年这一轮长达3年半的周期运行值2019H2时，明显可以看到：1) 粗钢产量累计增速基本与房地产新开工面积累计增速持平，趋势震荡向下，供给追平需求的特征已经出现，但由于强施工的支撑，目前尚无明显过剩的特征；2) 电煤库存已经达到历史高位，现货波动率显著收窄，过剩的特征已经十分明显。

2) 在没有经历供给侧改革的品种中，原油作为国际品种最为典型，在全球经济复苏势头终结于2018Q4时，需求端遭遇炼油利润走低，供给端面临美国持续增产，供需平衡基本靠OPEC+减产勉力维持，且是建立在英国原油净出口尚未大规模开启，B-W价差居于历史高位的背景上的。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

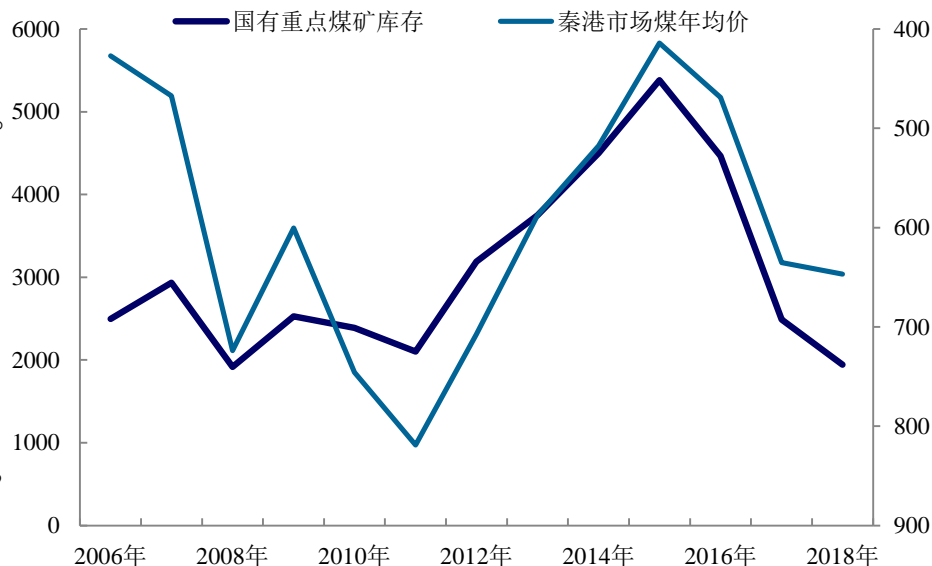
SECTION 2

动力煤：库存遏制日耗向需求的传导

供需：矿难对供给的压制基本被低迷的需求抵消

1) 根据供需平衡表测算2019年供需平衡表逐步转宽松，从被动的煤矿库存与最敏感的市场煤价格中枢的相关性角度判断，2019年的价格中枢缓步下行但维持高位，三级跳无法考验年度长协价格。市场煤价格的底在560元/吨，月度长协的底在575元/吨，年度长协的底在555元/吨以上，市场煤价格的顶在650元/吨，市场煤价格中枢在605元/吨，相对年初预期提高15元/吨。

2) 按照汾渭能源测算，榆林矿难+进口减量在2月份造成了4000万吨左右的供需缺口。而按照我们模拟的全口径库存看，市场在2月+3月上旬共消耗库存2700万吨，而去年同期库存累积了2200万吨，即对供需缺口的影响达到4900万吨。虽然供给剧烈减量，但在表内的铁路发运和重点电的日耗均无变化，影响在表外。



数据来源：wind、华创证券

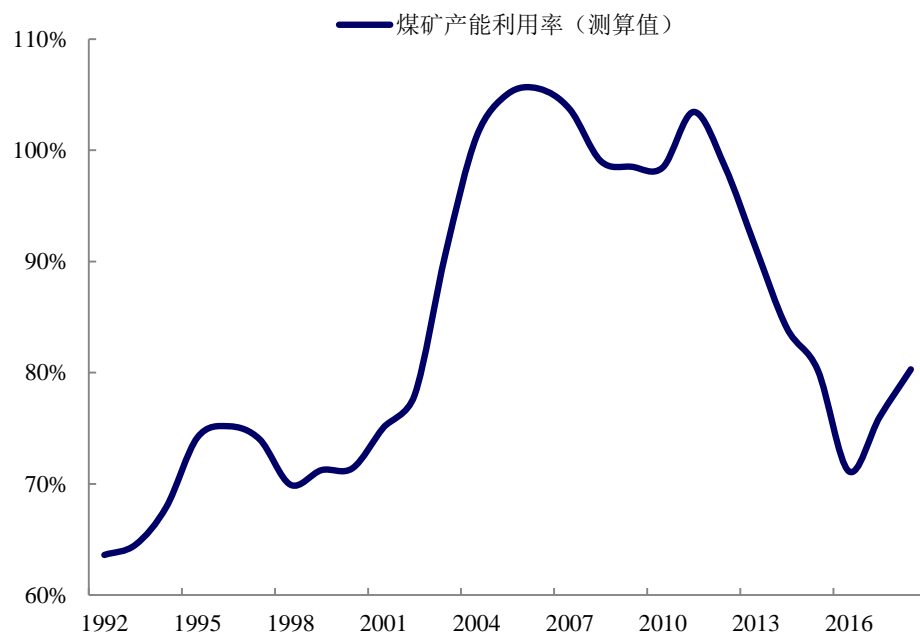
动力煤供需平衡表	2016年	2017年	2018年	2019年
产量	27.54	28.74	29.60	30.35
净进口	1.89	1.96	2.12	1.92
总供给	29.43	30.69	31.72	32.27
电力	19.11	18.81	19.71	20.30
冶金	1.42	1.44	1.54	1.54
化工	2.07	1.76	1.75	1.95
建材	4.95	3.06	2.83	2.83
供热	2.20	2.32	2.65	2.65
其他	1.25	3.98	3.70	3.35
总需求	31.01	31.37	32.17	32.62
供需缺口	-1.58	-0.68	-0.45	-0.34

库存：主动补库进入下半场，总库存走势横盘是关键

1) 按照煤价的周期，主要分为三个阶段：**a) 被动去库阶段**，即供给或者需求的变动导致供需关系趋紧，消费端库存被动去化，价格完成主升阶段；**b) 主动补库阶段**，即消费端为抵抗高煤价进而采取高库存策略，不断推高消费端的中转地、港口和电厂库存，价格维持高位震荡；**c) 被动补库阶段**，即因为需求回落的问题，供需关系逐步趋于宽松，电厂由于无法及时调整采购量，导致库存周转率下降而导致累积出天量库存，价格快速调整。按照上一轮后期划分，2013-2014年底属于被动补库；2015-2016年9月属于被动去库阶段，2016年9月到至今属于主动补库阶段。

2) 目前仍处于主动补库阶段，因为供给弹性不足叠加需求韧性而尚未进入被动累库阶段。但以6大电厂为代表的需求端库存端已经进入较高的水平，形成了对港口价格显著的压制作用。在真实需求不差+高库存的框定下，**2018年下半年以来，港口煤价波动率大幅下滑，高供给考验需求，库存走势在临界值上起舞。**

3) 供给端的增长主要来自于产能的提升和产能利用率的提高，从官方公布的数据肯，**煤矿产能利用率在2016-2018年这轮小周期中从71%提升至80%，为最主要原因。**而2016和2017年两年中产能净减少2亿吨，其中去产能5亿吨，产能净投放3亿吨，而投放的产能据我们的统计结果显示2017年并表在产能1.6亿吨，为产能投放的主要来源。根据行业吨煤固投和Capex的情况，后续扣除并标量产量增长速度将放缓，而需求端由于地产韧性和出口回升，增速有望超预期，煤价有望高位低波动持稳，为库存周期下半场。



数据来源：wind、华创证券

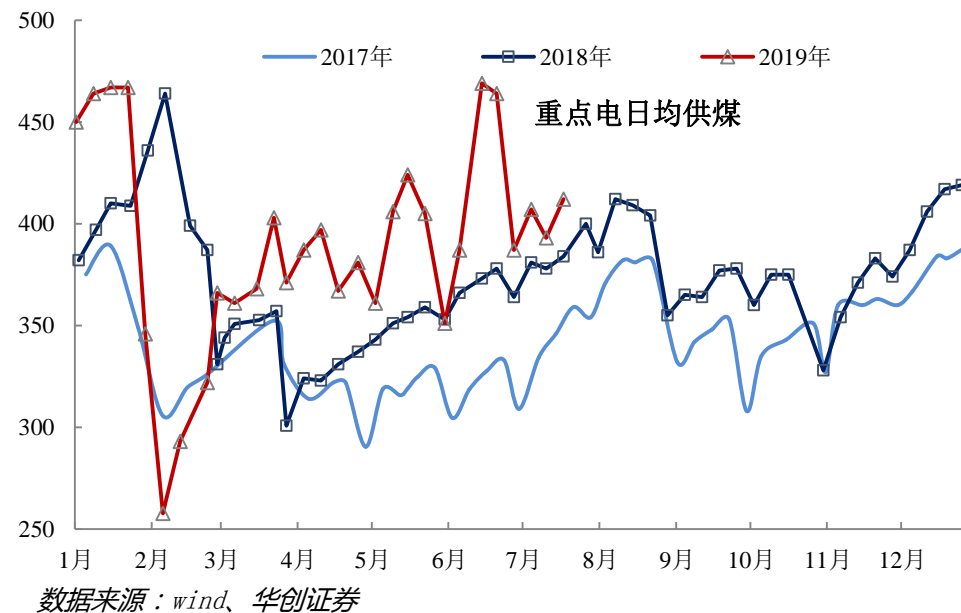
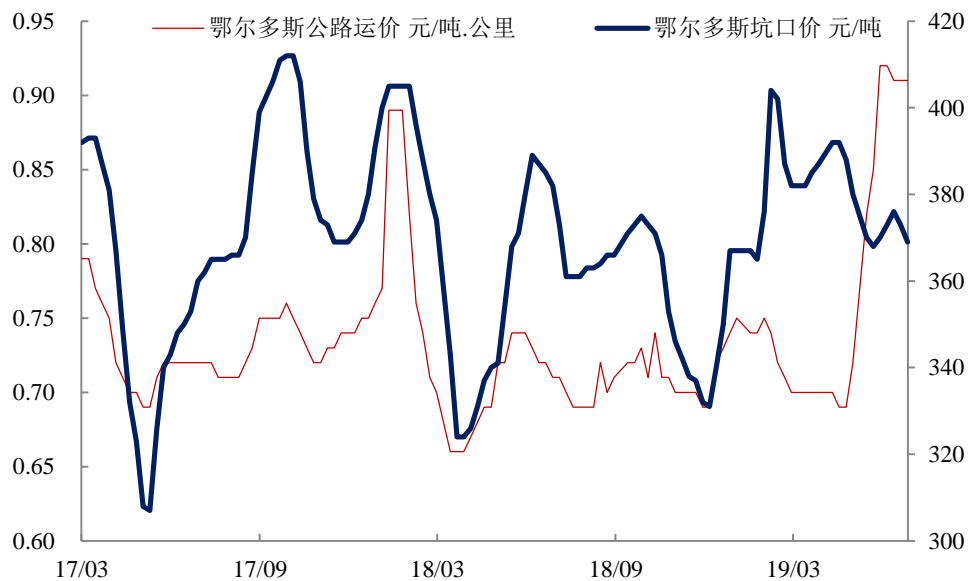
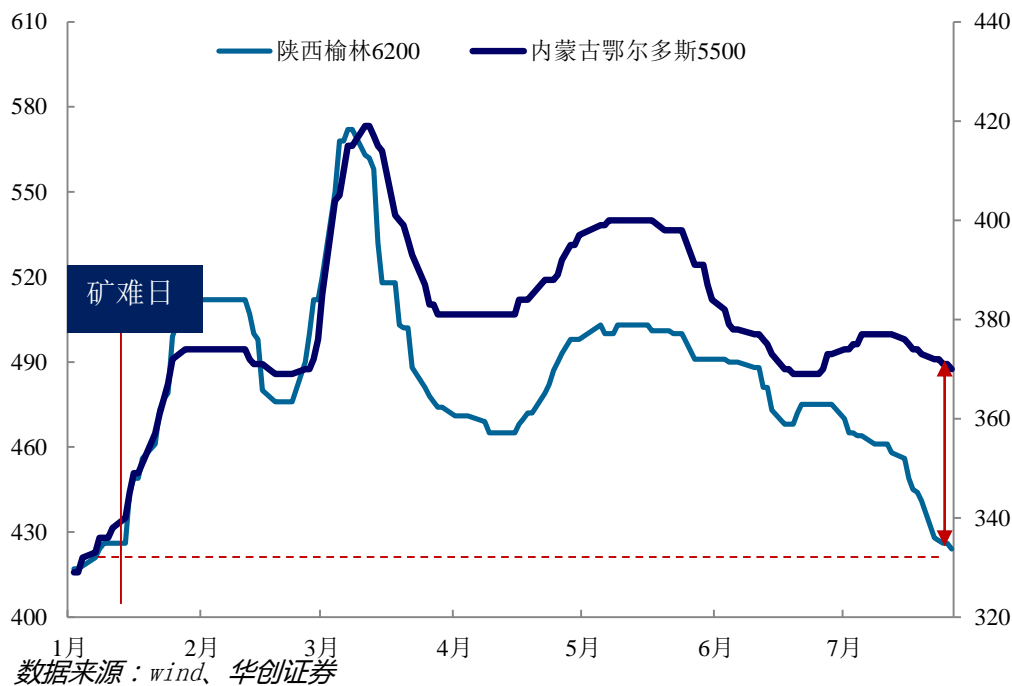


数据来源：wind、华创证券

产地：日耗抬升难以驱动采购，价格继续弱势运行

1) 在坑口，榆林6200大卡已经回到矿难前价格附近，鄂尔多斯5500大卡相对矿难前仍有30元/吨的溢价，后者主要来自于火工品管制和超载管理，这意味着陕西坑口在煤管票放松的支持下供需已经恢复至矿难前的水平，而内蒙供给端还有限制，供需边际宽松程度还不至于促成溢价的消退。

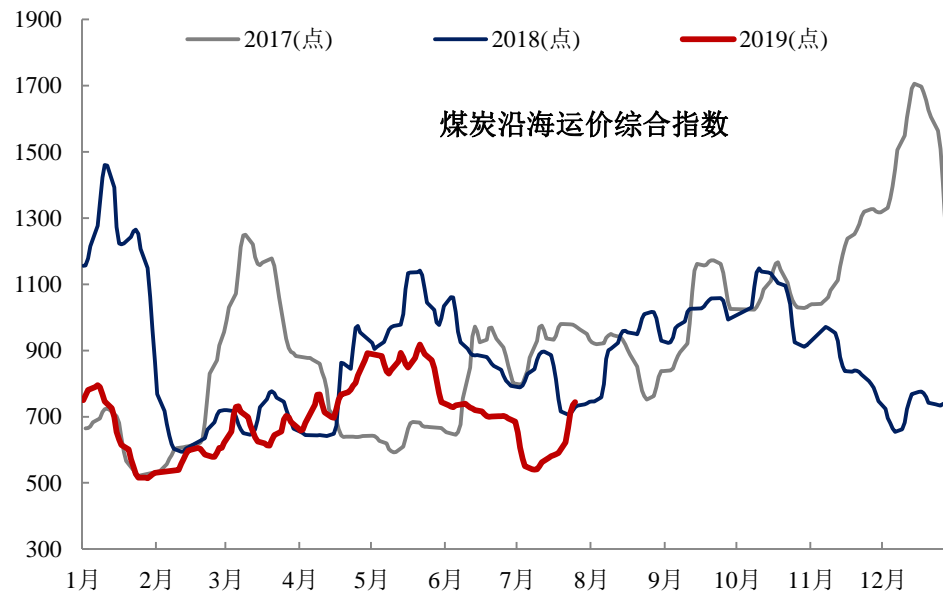
2) 目前重点电厂口径库存接近9000万吨，按照7-8月日耗均值为420万吨，19天可用天数顶格计算，极限库存也只需要7980万吨，意味着电厂端恶性库存仍存，旺季日耗的抬升对采购的驱动作用明显较弱，坑口在弱需求的压制下持续偏弱运行。高温退潮后，预计在工业用电的拖累下，坑口价格在8-9月持续走弱，观察时间窗口来自于9月中下旬的火工品管制。



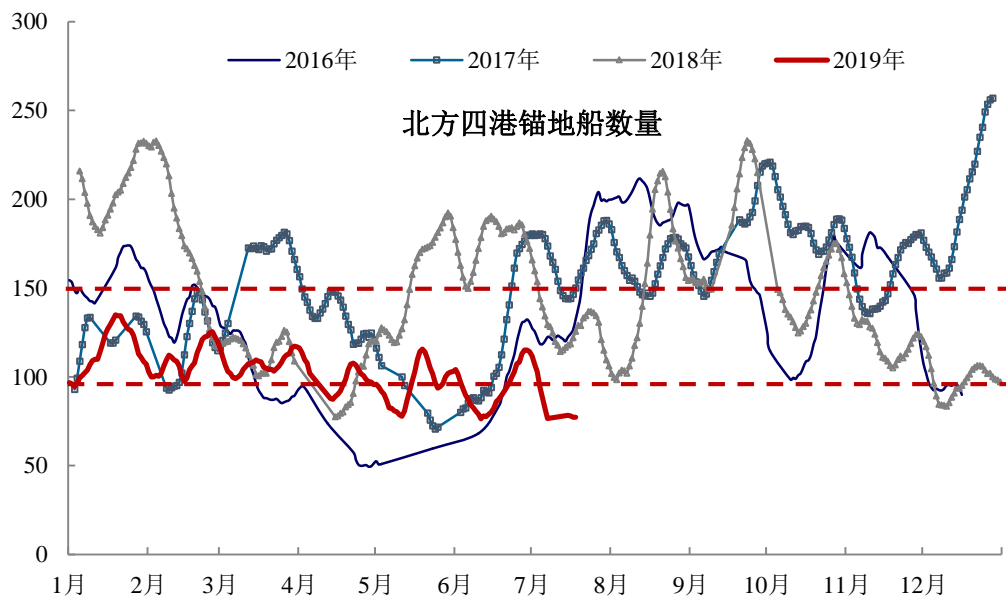
港口：采购主动权由电厂接管，港口成交旺季几乎改善

1) 7月重点电厂日耗均值为397万吨/天，去年同期为387万吨/天，同比增长2.6%，扣除4%口径的影响，实际下滑1.4%；7大电厂6月日耗均值64万吨/天，去年同期为76万吨/天，同比下滑16%，旺季需求显著不及预期，边际上由于“厄尔尼诺”效应消退，高温归位，日耗边际有所改善。

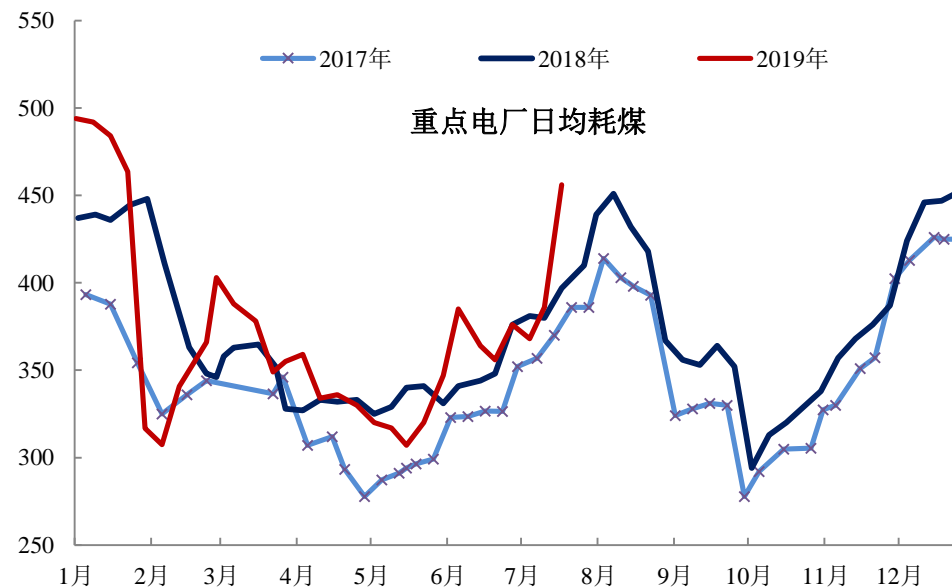
2) 下水煤市场中，7月底日耗虽有所回升，但由于下游库存已经累积至“恶性”水平，需求改善的幅度并没有驱动采购量的明显好转。沿海运价指示的锚地船回升趋势在当下也出现失效，其中关键在于非煤货盘和IMO2020对应运力供应量的挤压。因此，按照月底气温边际下滑的趋势，港口现货价格反弹幅度料将极其有限。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

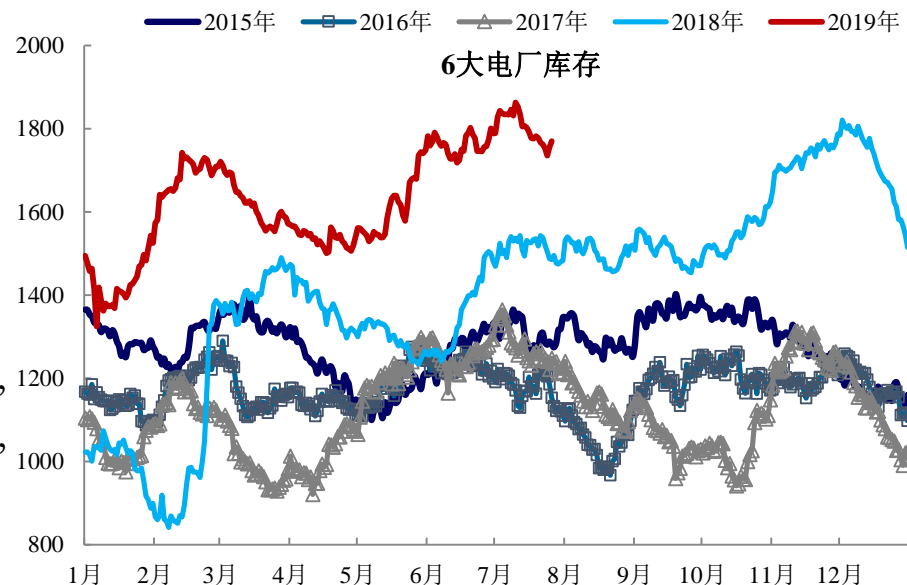


数据来源：wind、华创证券

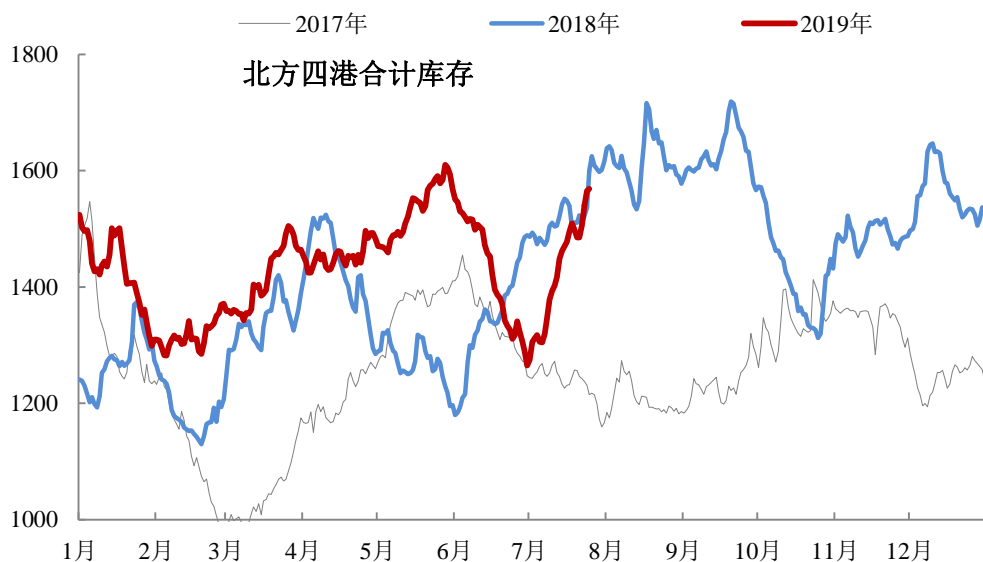
库存：消费端港口、电厂库存均已经恶化

1) 目前重点电厂口径库存从9000万吨以上边际去化至8961万吨，但按照7-8月日耗均值为420万吨，19天可用天数顶格计算，极限库存也只需要7980万吨，即重点电厂库存已经显著高于合理值。作为对北港采购的主力，6大电厂库存目前为1770万吨，仍处于历史顶部区间，可用天数高达22天，远高于安全库存，依然超越合理水平。

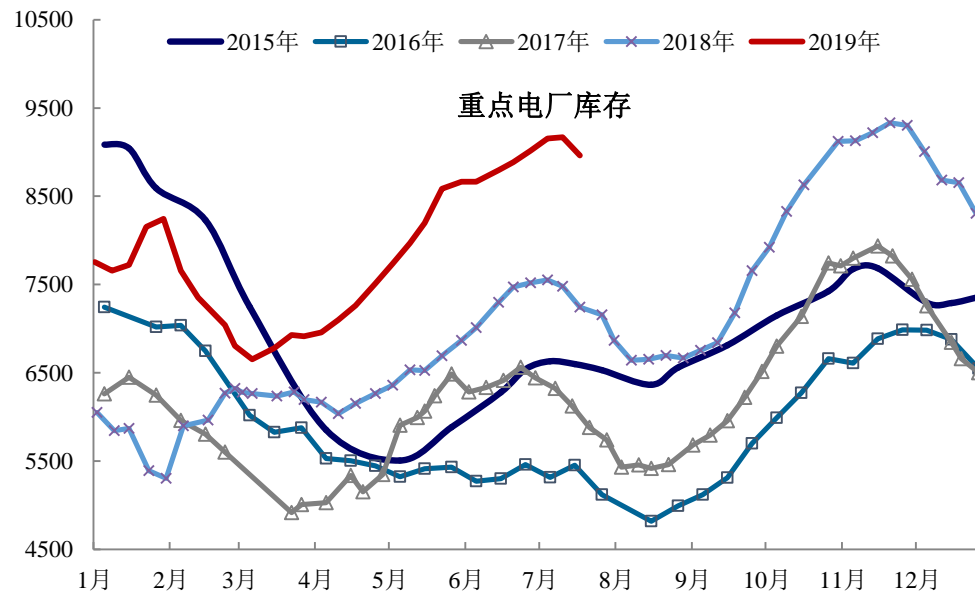
2) 在港口端，北方主力四港库存已经回升至2018年同期水平，原来因为调入导致的库存压力在此轮的吞吐量快速回落中得到快速缓解，库存评价处于中性。而消费地的长江港库存目前已经上行至855万吨，同比高156万吨，处于近年新高的水平上，对消费地港口价格存在抛压的可能性。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

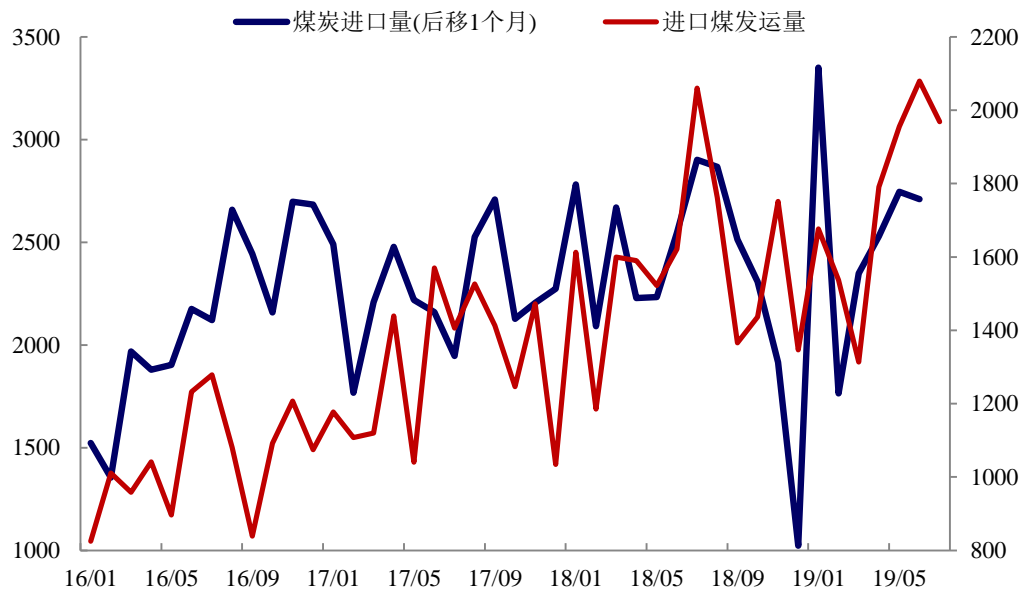


数据来源：wind、华创证券

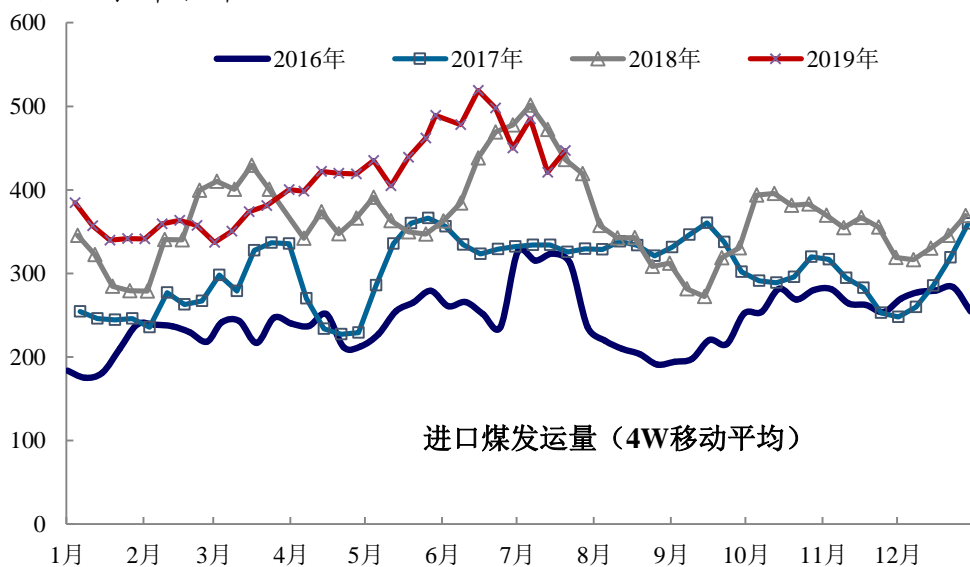
进口：集中通关推高电厂库存，缓解低硫资源压力

1) 目前澳洲煤到华南港的价格在510元/吨附近，即使算上北上运费30元/吨+40元/吨港杂费+10-20元/吨的滞期费，运至北港成本也仅590-600元/吨，与当前北港价格基本持平；若以华南港680元/吨的价格结算，价差更是高达100元/吨以上，套利空间巨大。

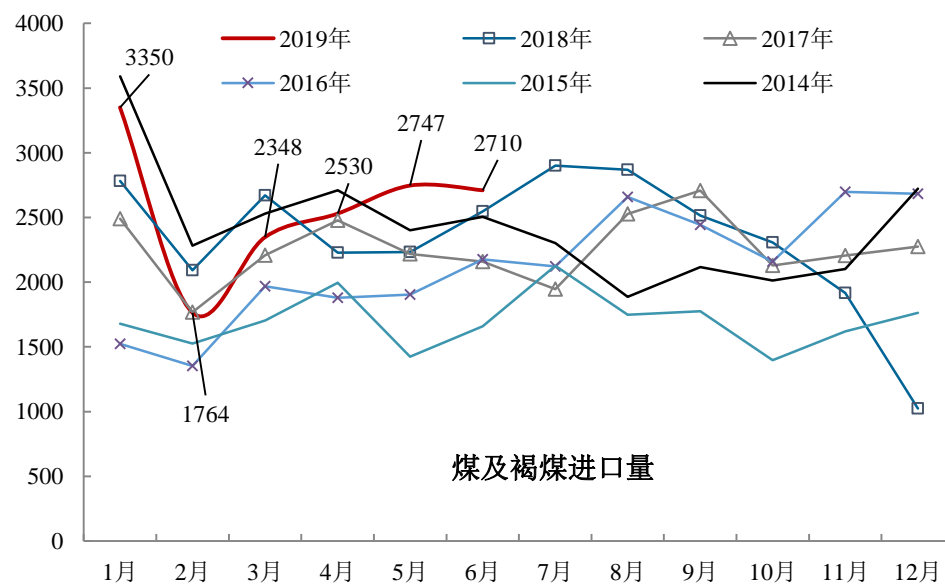
2) 全国1-6月目前已经进口了煤及褐煤1.54亿吨，占2018年进口总量2.81亿吨的55%，已经对平控的政策底线形成了一定压力下半年进口政策预期将逐步收严，其中最重要的观察窗口预计在9月。从领先指标发运数据观察，随着旺季消退，印尼的向中国的发运量已经萎缩至150万吨/周，低于去年同期的158万吨/周，澳洲则同比高29万吨/周，整体与去年持平，总量环比有所下降。



数据来源：彭博、华创证券



数据来源：彭博、华创证券



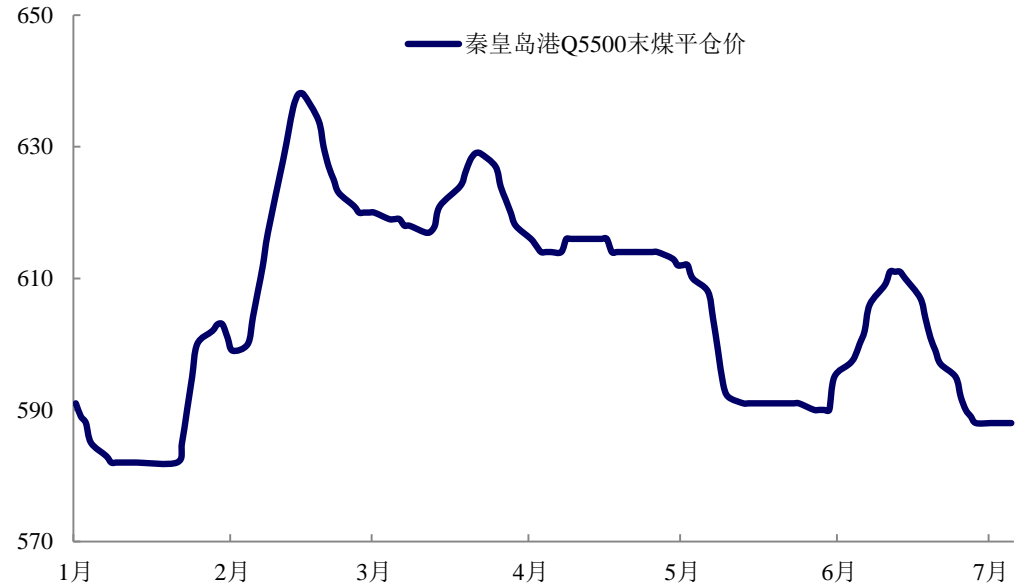
数据来源：彭博、华创证券

8月价格预判：旺季预期证伪，坑口港口继续共振下跌

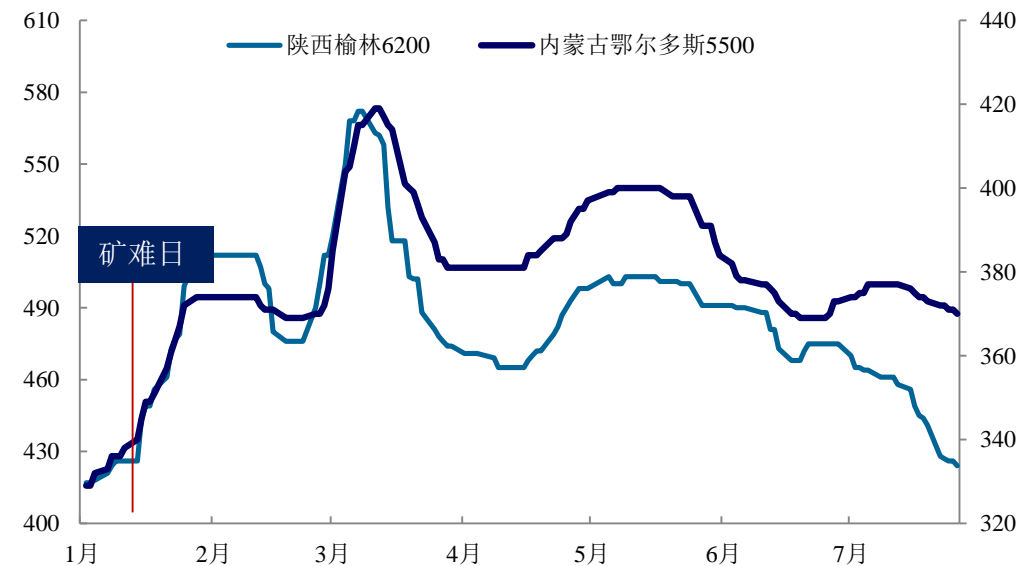
1) 季度级别上，电煤处于进出口低迷、地产小周期面临拐点、工业仍在主动去库存的阶段，导致电力生产和消费出现明显的压力，旺季电煤需求显著不及预期。在供需关系上，前期矿难对恶性库存的消耗又在低迷的需求下重现，用煤方基本完全掌握了定价的主动权，价格中枢在Q3面临季度级别的下跌，Q4则取决于政策方面是否对价格有所呵护。

2) 月度级别上，7月底随着厄尔尼诺效应的消退，需求边际有所好转，但由于高库存和旺季尾声的预期，沿海电厂对北港的采购、内陆电厂对坑口的采购边际好转程度都不足以支撑一次有效的反弹，电厂基本接管了采购节奏或者说港口价格节奏，目前处于被动去库的阶段。在供给端，陕西边际放松煤管票、山西默许超产，内蒙受火工品管制对供给有所压制，但由于榆林黑煤的存在，预期仍是向上修正的。所以，当前的供需格局并不支持8月份煤价出现有效的反弹。随着旺季日耗见顶后，预计8月上旬在预期的引导下开启下跌的进程。

3) 价格预测：预计8月价格呈现为坑口+港口共振下跌的趋势，现货短期有望跌至560元/吨附近，月度区间预计为560-600元/吨，中轴为580元/吨，不断产生市场煤和月度长协之间的套利空间。



数据来源：wind、华创证券

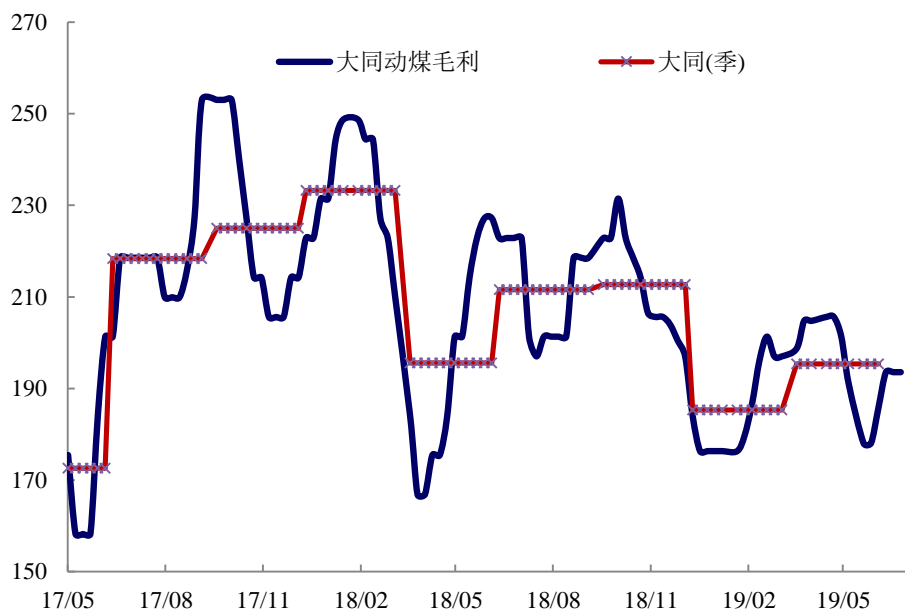


数据来源：wind、华创证券

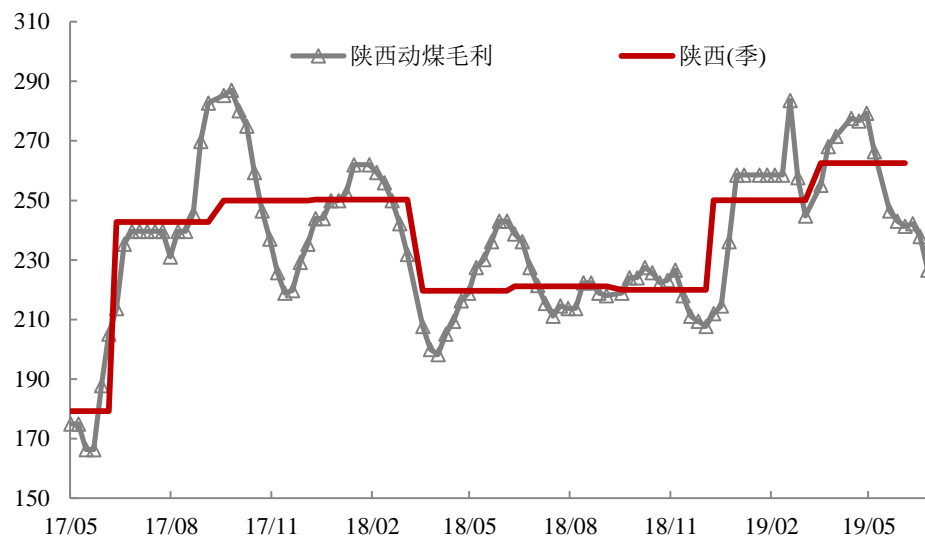
企业利润Q2同比环比预计均有所改善

采用静态价格，我们测算的结果显示：

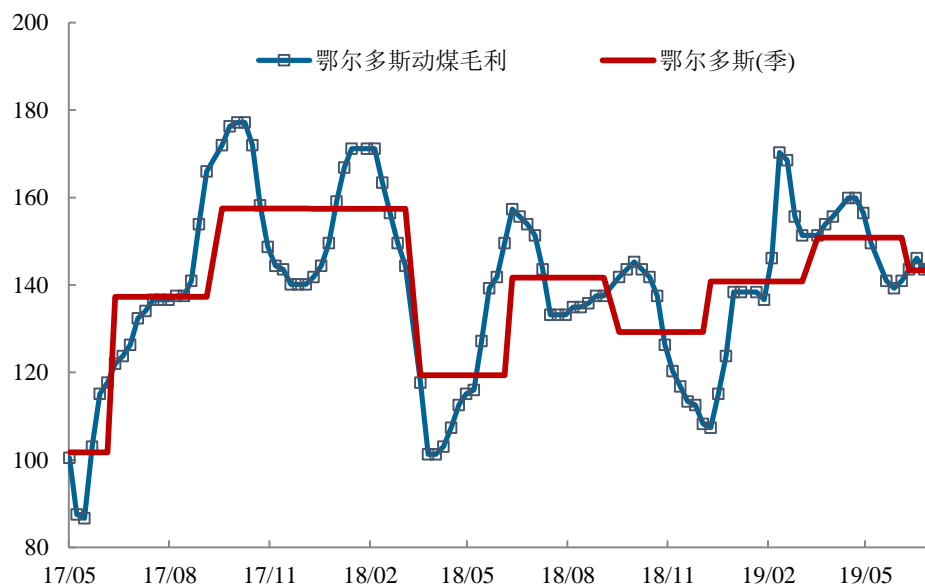
- 1) 陕西Q2吨毛利预计为263元/吨，环比增加13元/吨，同比增加43元/吨；
- 2) 山西Q2吨毛利预计为195元/吨，环比增加10元/吨，同比增加-1元/吨；
- 3) 内蒙Q2吨毛利预计为151元/吨，环比增加10元/吨，同比增加32元/吨。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

SECTION 3

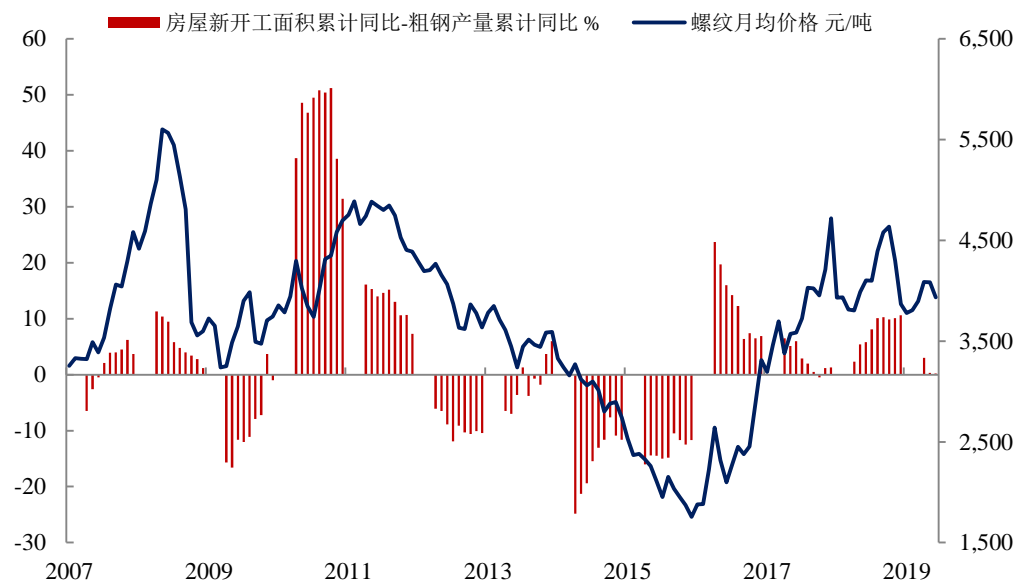
双焦：旺季预期叠加去产能，焦炭涨价预期兑现

螺纹：预期支撑旺季前价格，8月下旬预计有拐点

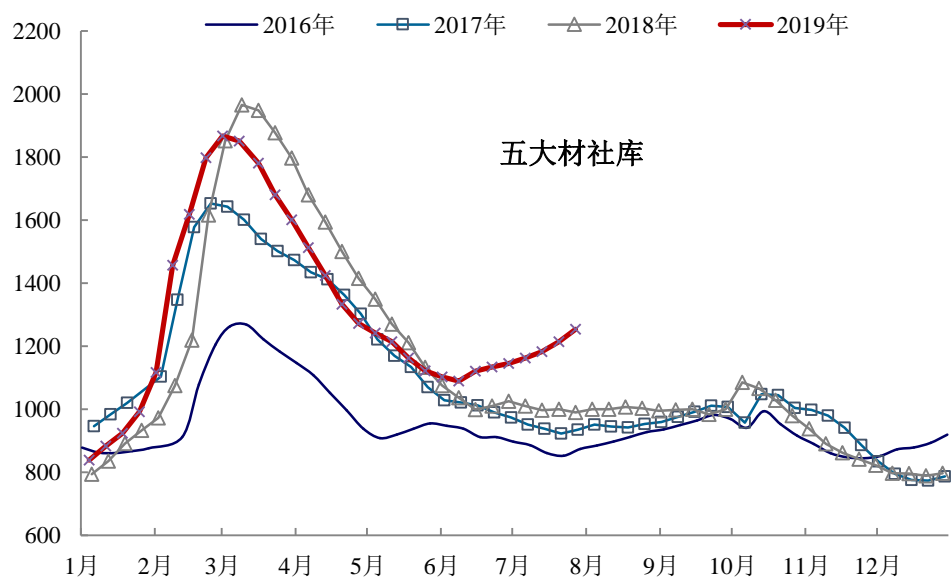
1) 在当前，经济压力十分明显，而环保讲求破和立，破的方面在短期容易引发就业问题和不同区域、组织、企业的利益分配问题，立的方面存在环境治理的技术、经验和资金问题，难以一蹴而就。在“不搞一刀切”的政策立意下，再掀起轰轰烈烈的“环保运动”难度很大，大多应该是气候、庆典事件、考核指标响应式的阶段性、易反复的环保限产、环保补课。此次唐山、邯郸、武安的限产就属于考核指标+庆典事件驱动的，但目前距离庆典尚早，“风声”一松，便可能出现反复。

2) 螺纹目前面临着产量增速和房屋新开工增速劈叉的问题，总供需关系存在由紧平衡转向宽松的预期，周期拐点已经给出。但在预期定价的螺纹上，“金九银十”和“大庆限产”的双重预期下，社库成为了库存压力向价格压力传导的缓冲地带，所以过剩的局面并未体现为价格的下行。按照土地购置面积的传导以及23号文对新开工的压制，预计此次旺季将出现需求不及预期，并最终以利润收缩的形式对产量进行有效压制。季度级别的价格节奏上，预计是旺季不及预期造成趋势性下跌，减产+需求韧性驱动价格反弹。

3) 月度级别上，8月中旬是旺季启动的初期，前期高温和强雨的压制料将使得需求释放初期较为正常，需求不及预期预计会在8月下旬，月度价格走势将在供给节奏的驱动下呈现倒V型。在旺季不及预期以前，电炉成本仍将是价格强有力的支撑，第一支撑线为江苏电炉螺纹成本3820元/吨。



数据来源：钢联、华创证券

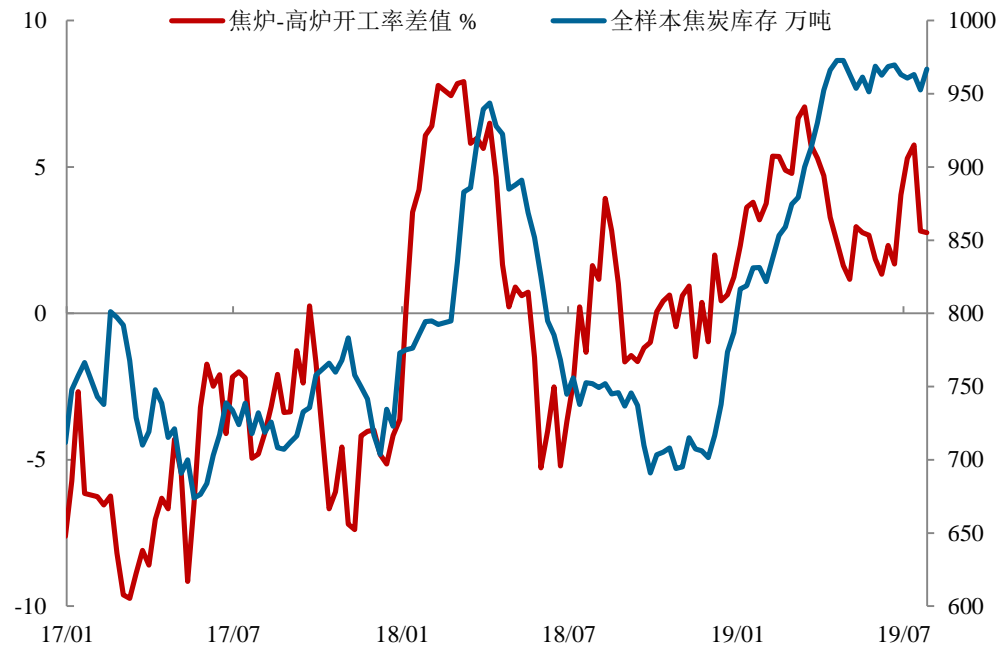


数据来源：钢联、华创证券

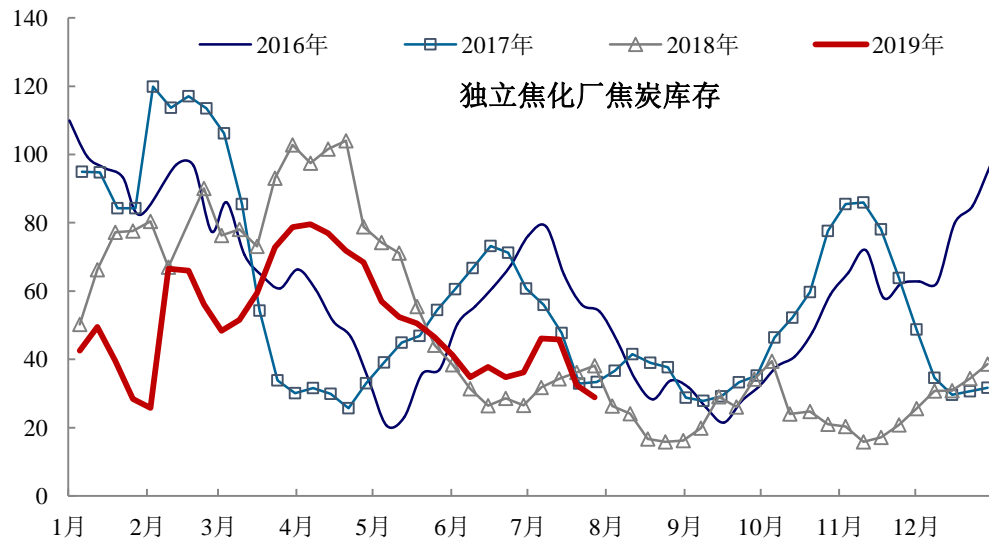
焦炭：山东去产能文件执行方式决定焦炭涨价幅度

1) 按照我们在之前的报告中一再强调的逻辑，焦化利润合理区间为-100--+300，中轴为100元/吨，即保障高炉正常生产又不该有过于丰厚的利润；按照吕梁准一计量，价格区间为1550-1950元/吨。

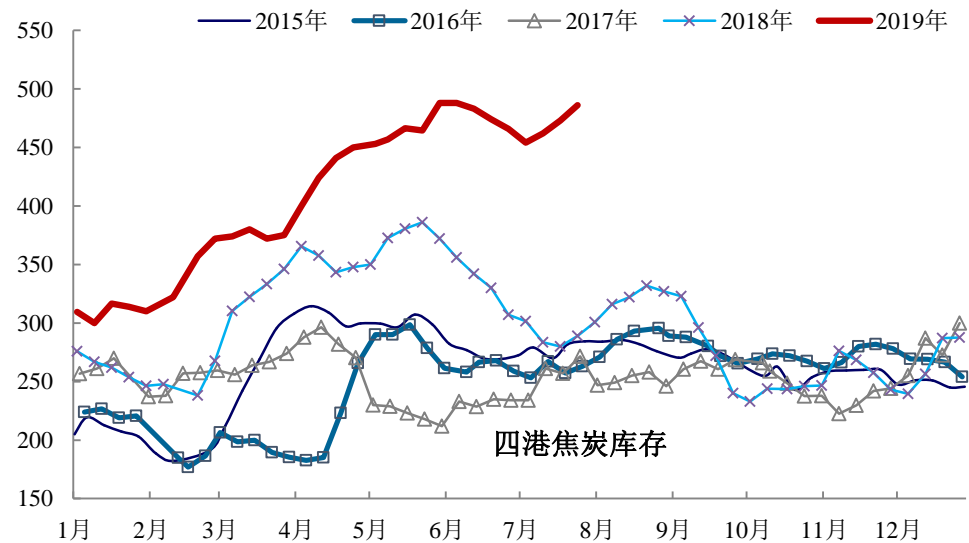
2) 目前山东《山东煤炭消费压减工作总体方案》征求意见稿已经出台，按照该方案，山东焦炭日减产24%，并由焦炭净流出省份变成净流入省份，造成区域性的供需缺口。值得强调的是，该政策的执行方式至为关键，“集中执行”比“分散执行”对供需面的影响会明显得多，前者能驱动焦炭港口准一上行至2500元/吨附近，而后者最多使得吕梁准一价格中轴从1750元/吨上行至1850元/吨。至于二青会等的影响，很难构成实质性的影响，只能起于预期终于预期。预计8月吕梁准一价格区间为1850-2250元/吨之间。



数据来源：钢联、华创证券



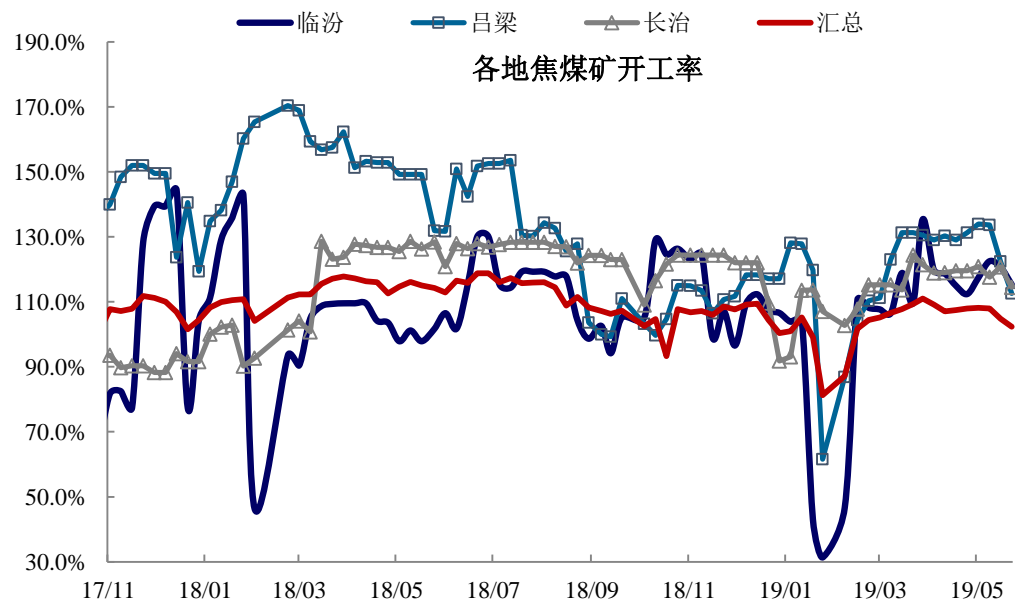
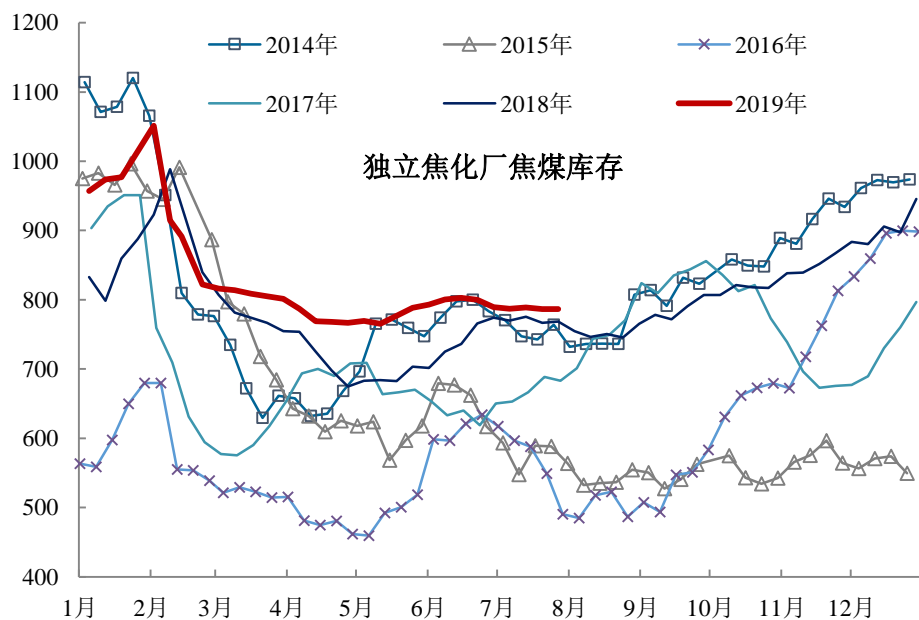
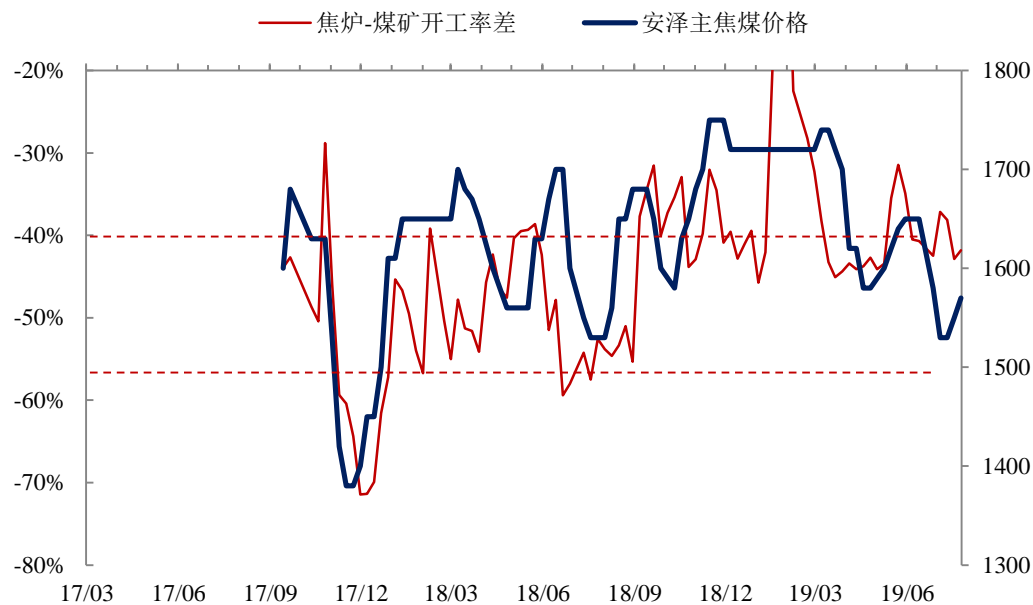
数据来源：钢联、华创证券



数据来源：钢联、华创证券

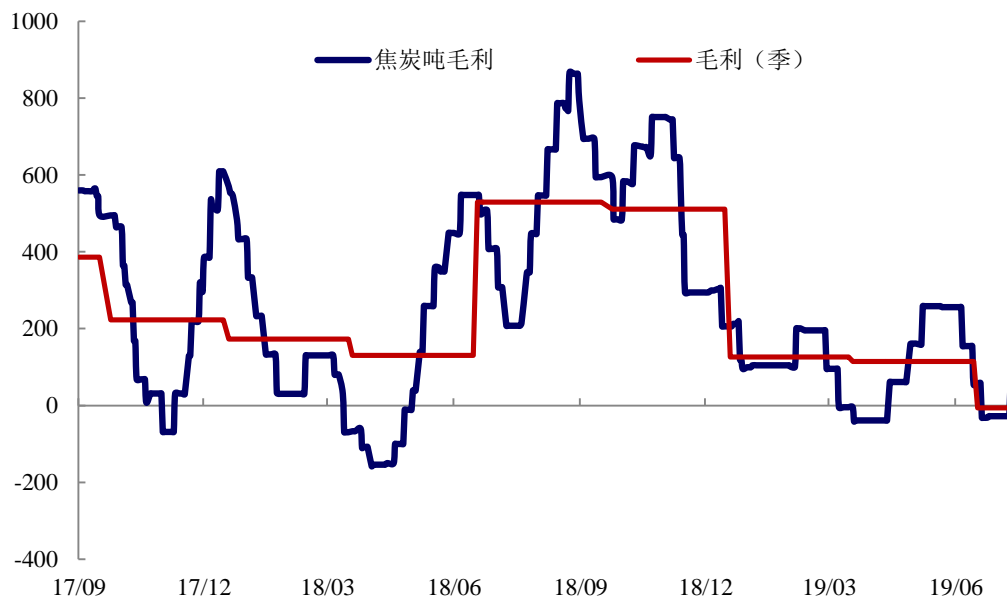
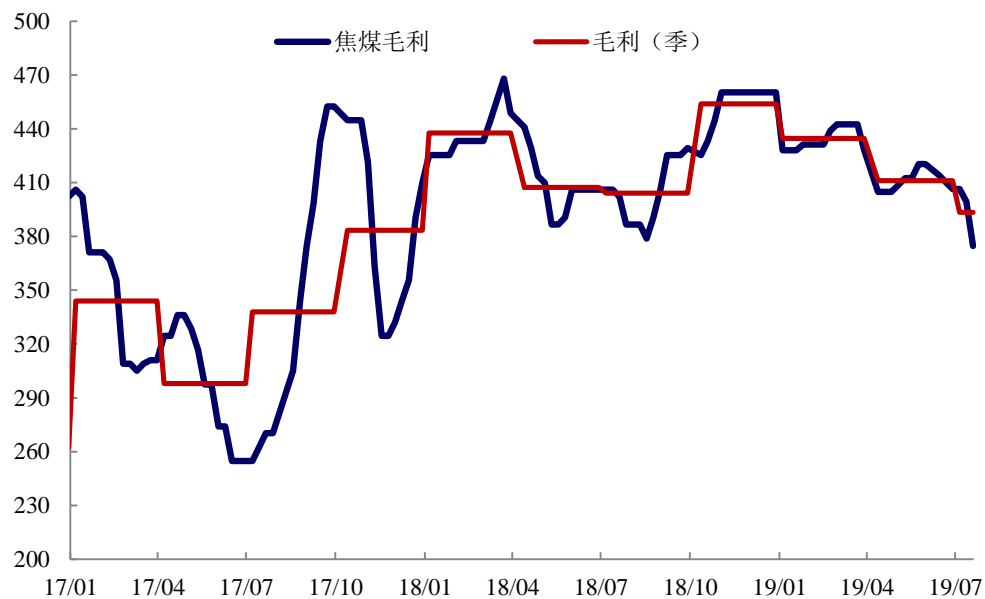
焦煤：独立焦化厂补库驱动的涨价料还将继续

- 1) 按照之前报告中所一再强调的内容，安泽主焦区间为1550-1750元/吨，中轴为1650元/吨。
- 2) 当下焦煤的供需仍处于平衡的区间内，焦化厂对于后市乐观的情况尚未起来，对焦煤的采购仍保持以消定采的水平，焦煤价格整体平稳运行，安泽主焦由于受到焦炭价格提涨的驱动，已经从7月初的低点上行40元/吨至1570元/吨。
- 3) 对于8月，螺纹和焦炭价格预期均稳中向好，焦煤价格有望相对目前的价格继续上行，目标运行区间为1570-1750元/吨。驱动因素预计为焦炭价格上行驱动独立焦化厂积极备库存。



利润：双焦利润均平稳运行

模拟企业利润中，2019Q2焦煤毛利409元/吨，环比下降26元/吨，同比增加2元/吨；2019Q2焦炭毛利113元/吨，环比下降13元/吨，同比下降17元/吨



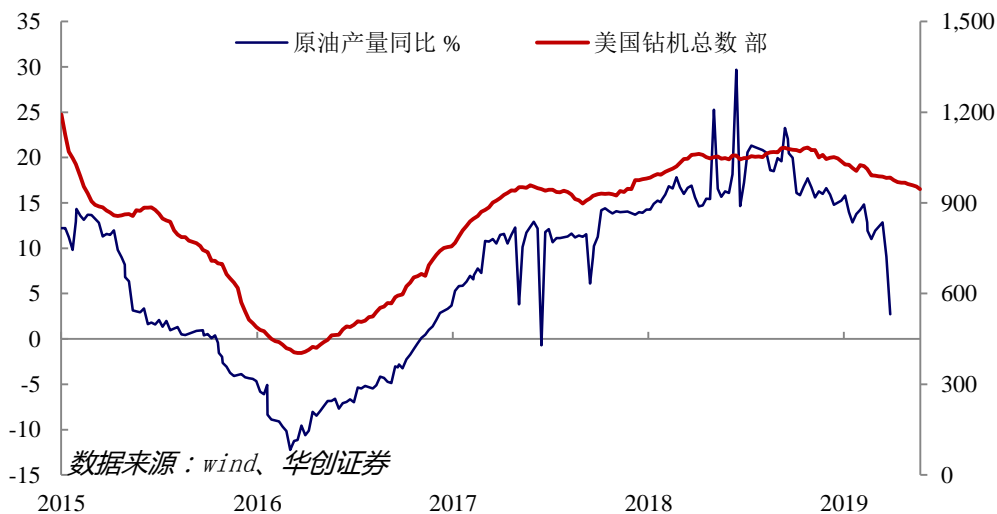
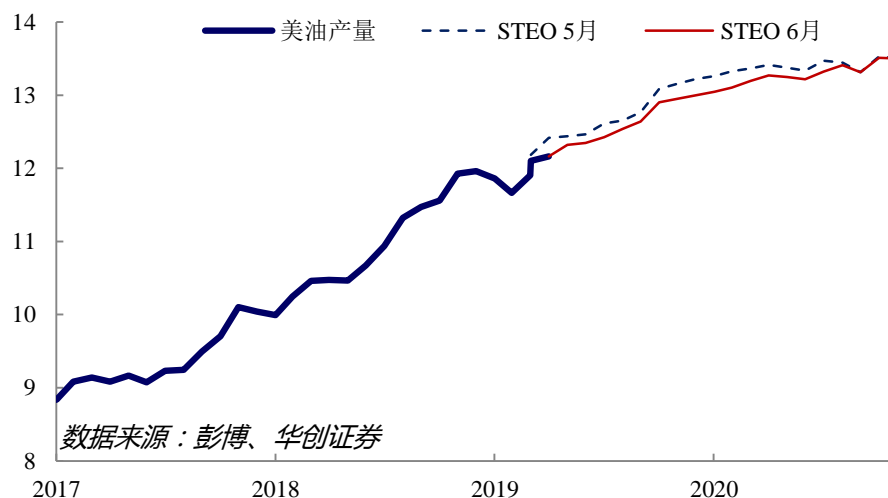
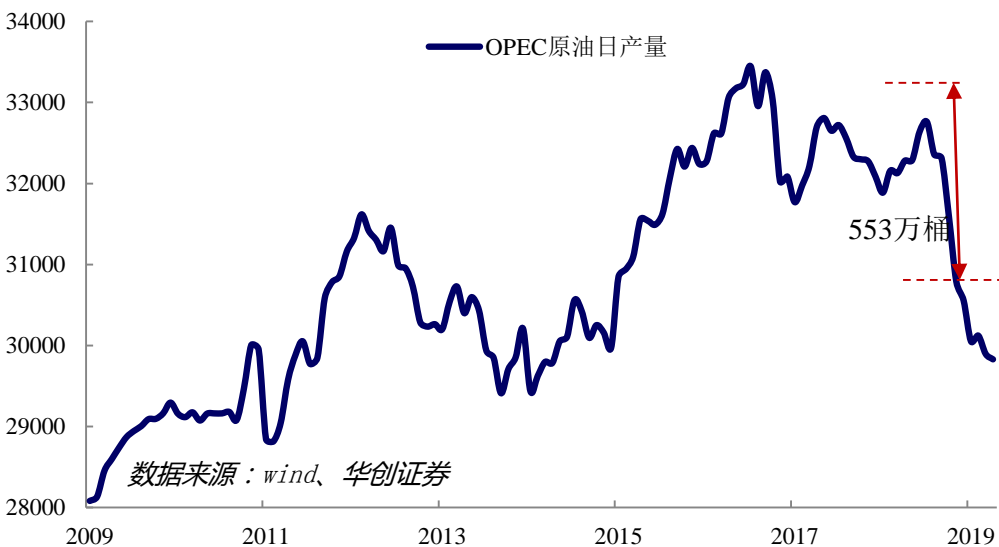
数据来源：钢联、华创证券

SECTION 4

原油：美油旺季引导积极预期，衰退预期压制涨幅

供给：两次限产间OPEC+增产，美页岩生产受飓风影响

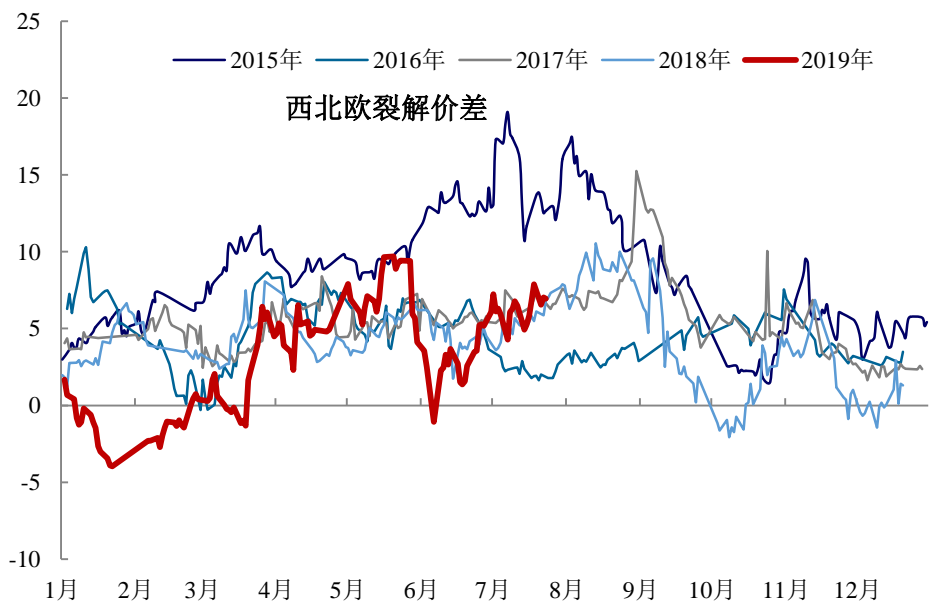
按照7月JMMC会议，OPEC+维持原有减产份额至2020年3月31日，基本符合市场预期。值得注意的是，在第一期6个月的减产于4月结束后，到7月JMMC会议前，OPEC+国家均有不同程度的复产，其中6月沙特、阿联酋和尼日利亚环比5月增产28万桶/天。从7月开始，随着JMMC决议生效，OPEC+国家产量将边际下滑，而美国受到“Barry”飓风影响，出现供需同比下行，叠加汽油旺季的持续，美油仍处于供不应求的去库进程中。随着飓风的消退，8月OPEC+国家预计减产约30万桶/天，美油增产100万桶/天，全球总供给上行。



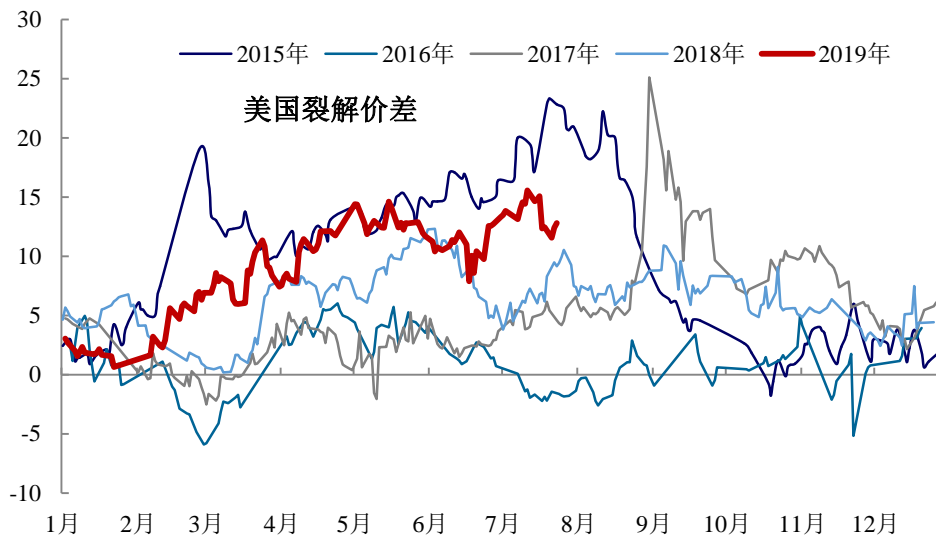
需求：成品油需求季节性恢复，核心驱动为气温

1) 按照季节性，3-8月是美国汽油的旺季，6-9月是欧洲的旺季，我国8-10月是旺季，据OPEC月报估算，Q3日均消费量环比增加110万桶/天，受此驱动全球裂解价差止跌回升，走出复苏的势头。

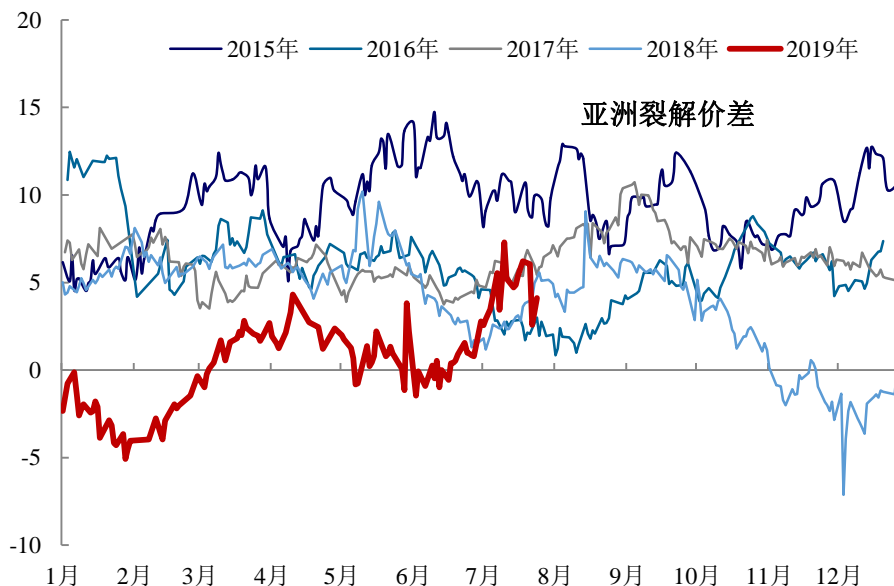
2) 但在相对中长期的视角下，全球目前已经步入衰退的轨道，季节性需求复苏中隐含着需求的边际走弱，对需求当是一个且行且珍惜的心态。也正是因此这个原因，全球三大机构均在6月下调了全年需求的预期。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

供需：总量进入过剩阶段，美油进入持续去库阶段

	2015年	2016年	2017年	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018年	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019年
总需求	94.15	95.63	97.32	97.82	98.04	99.37	99.63	98.72	98.76	99.24	100.61	100.84	99.86
OECD	46.52	46.97	47.42	47.69	47.24	48.16	48.14	47.81	47.66	47.44	48.43	48.36	47.97
美洲	24.59	24.87	25.06	25.20	25.40	25.78	25.74	25.53	25.29	25.65	26.07	26.01	25.76
欧洲	13.83	13.99	14.30	13.95	14.19	14.68	14.32	14.29	13.97	14.19	14.69	14.31	14.29
亚太	8.10	8.11	8.06	8.54	7.65	7.70	8.08	7.99	8.40	7.60	7.67	8.04	7.93
DCs	30.89	31.53	32.16	32.46	32.62	32.89	32.59	32.64	32.97	33.16	33.40	33.10	33.16
FSU	4.58	4.63	4.70	4.66	4.65	4.94	5.01	4.82	4.75	4.74	5.03	5.11	4.91
欧洲其他	0.67	0.70	0.72	0.73	0.69	0.73	0.82	0.74	0.75	0.71	0.75	0.84	0.76
中国	11.49	11.80	12.32	12.28	12.84	12.65	13.07	12.71	12.63	13.19	13.00	13.43	13.06
总供给	95.22	95.43	96.12	97.65	98.01	99.50	100.80	99.00	98.97	98.32	99.42	101.15	99.47
Non-OPEC	59.54	58.64	59.47	61.20	61.59	62.72	63.96	62.38	63.70	63.49	64.55	66.29	64.51
OECD	25.36	24.85	25.71	27.27	27.53	28.65	29.47	28.24	29.20	29.08	30.10	31.23	29.90
美洲	21.08	20.58	21.49	22.93	23.37	24.52	25.15	24.00	24.95	24.96	25.91	26.76	25.65
欧洲	3.82	3.85	3.82	3.94	3.79	3.70	3.89	3.83	3.82	3.66	3.71	3.96	3.79
亚太	0.46	0.42	0.39	0.40	0.38	0.42	0.44	0.41	0.43	0.46	0.48	0.51	0.47
DCs	13.78	13.53	13.39	13.45	13.52	13.40	13.50	13.47	13.45	13.68	13.81	13.98	13.73
FSU	13.69	13.85	14.05	14.10	14.14	14.33	14.57	14.29	14.55	14.21	14.19	14.58	14.38
欧洲其他	0.14	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
中国	4.40	4.09	3.98	4.01	4.03	3.97	4.05	4.01	4.10	4.12	4.05	4.10	4.09
数据处理异常值	2.17	2.19	2.21	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
OPEC	35.68	36.79	36.65	36.45	36.42	36.78	36.84	36.62	35.27	34.83	34.87	34.86	34.96
凝析液和非常规油	4.44	4.58	4.64	4.66	4.81	4.82	4.76	4.76	4.80	4.83	4.87	4.86	4.84
OPEC 原油	31.24	32.21	32.01	31.79	31.61	31.96	32.08	31.86	30.47	30.00	30.00	30.00	30.00
供需缺口	(1.07)	0.20	1.20	0.17	0.03	(0.13)	(1.17)	(0.28)	(0.21)	0.92	1.19	(0.31)	0.40

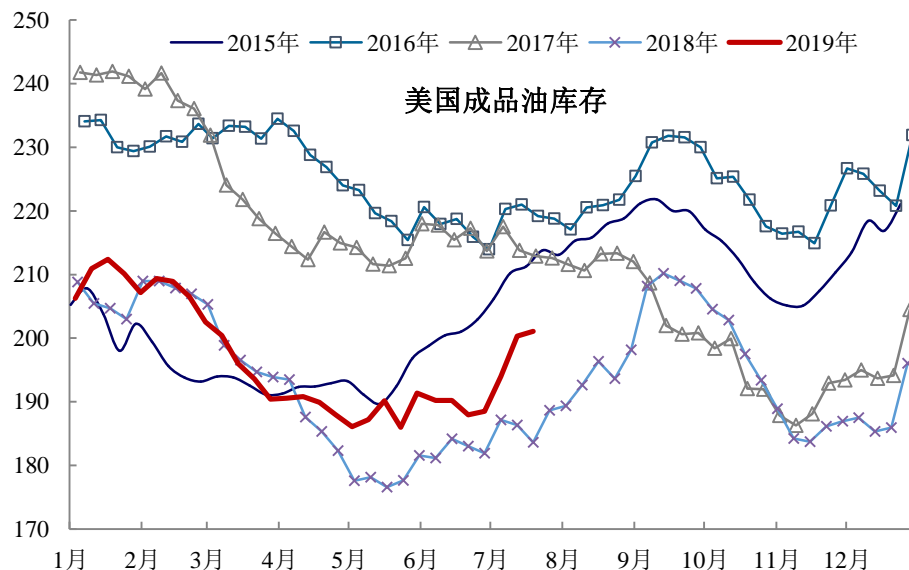
数据来源：OPEC月报、华创证券

1) 按照Q3美洲增产42万桶/天，欧洲增产50万桶/天的预期，OPEC维持现有产量的估算，Q3原油将过剩92万桶/天，从区域来说，前苏联地区和中东是全球原油的主要净出口区域，而欧洲和中国是最重要的净进口国，美洲则基本实现了自产自销。但随着美国页岩油产量的不断扩张，美洲将逐步成为原油的净出口区域，导致B-W价差从历史高位逐步回落。按照Q3净进口16万桶/天的体量测算，预计美洲将在2019年的8月份成为净出口区域。

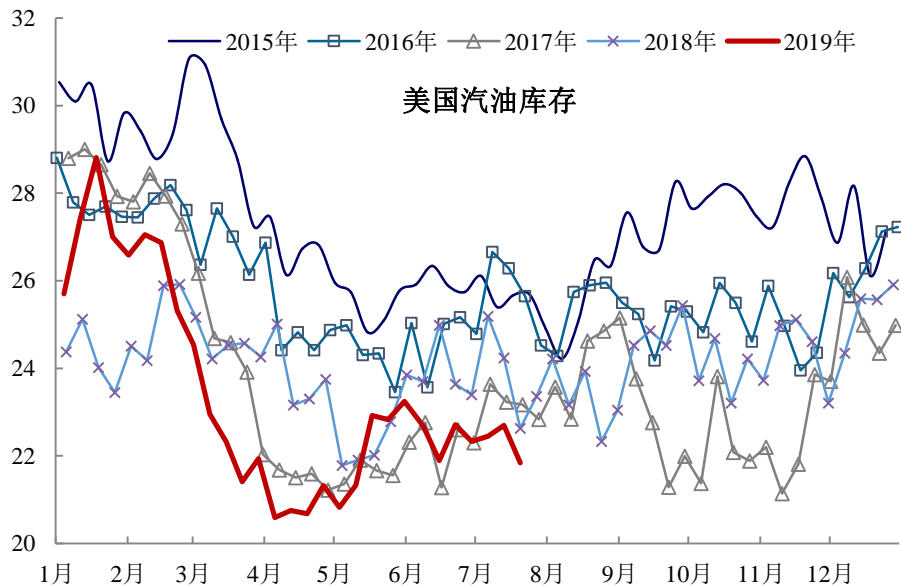
2) 作为美洲最重要的产油国，美国当下已经进入了一个将持续到8月份的去库周期，这将为WTI原油价格提供强有力的支撑，这种支撑的前提是美国汽油的价格能给出平稳甚至抬头的走势。

美国：汽油库存继续去化，成品油显著累库

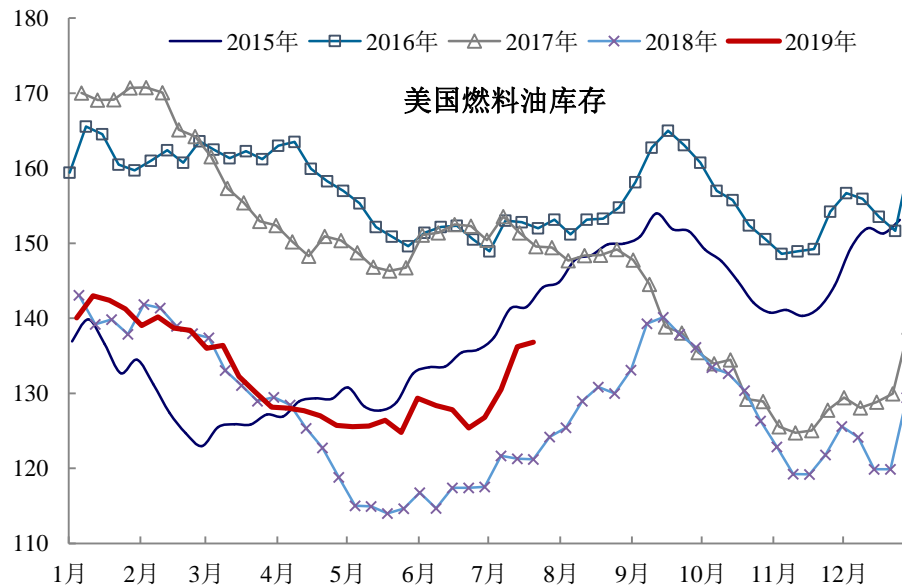
本周美国成品油库存累库77万桶，其中汽油去库86万桶，煤油累库102万桶，燃料油累库61万桶



数据来源：彭博、华创证券



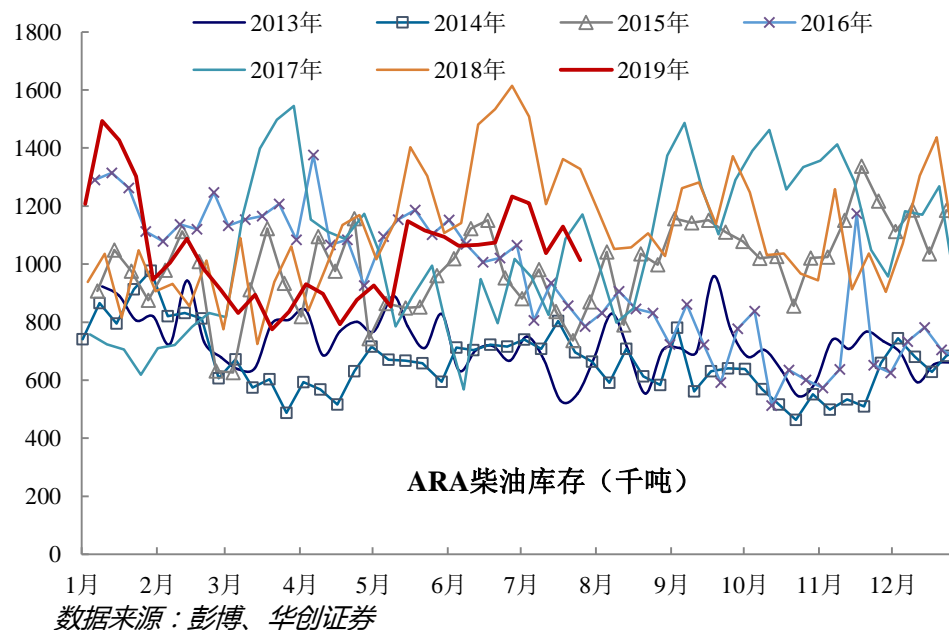
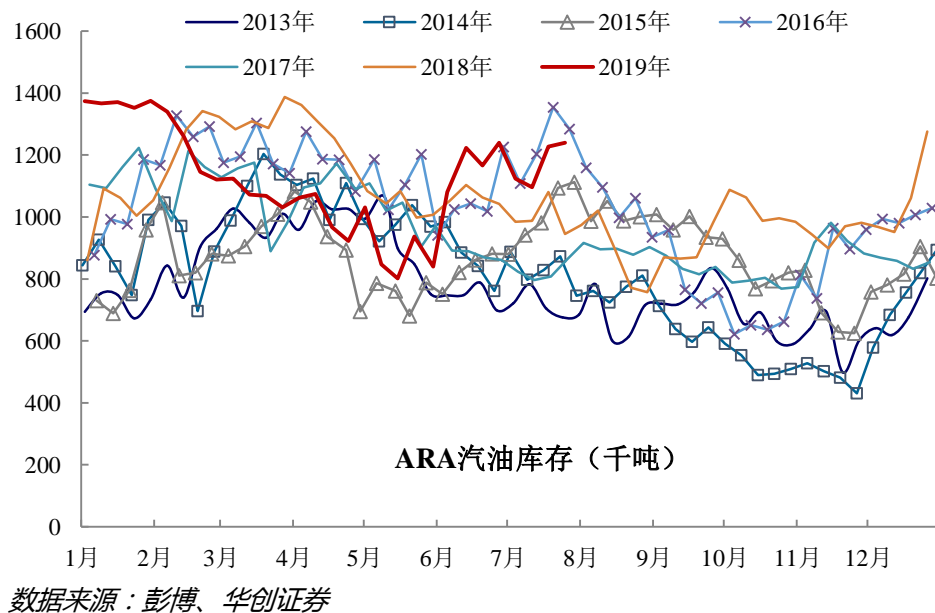
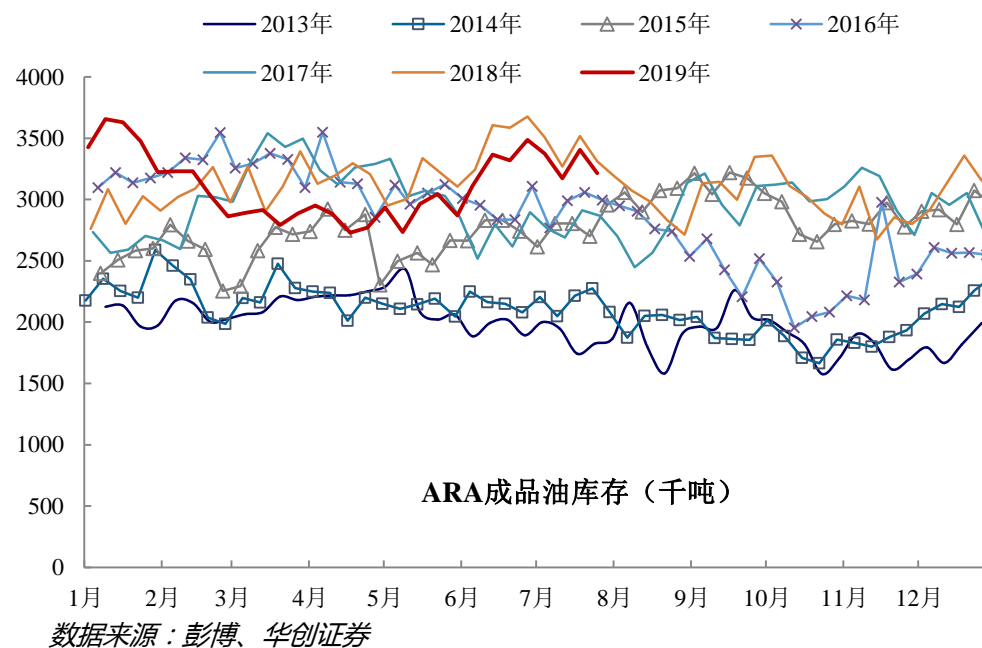
数据来源：彭博、华创证券



数据来源：彭博、华创证券

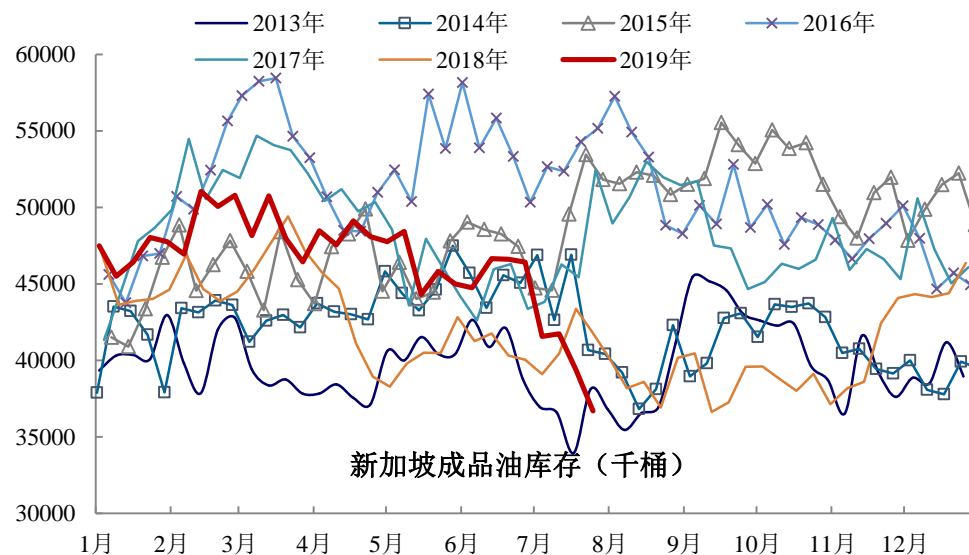
欧洲：汽油驱动成品油进入旺季去库周期

本周欧洲成品油库存去化19千吨，其中汽油累库1千吨，柴油去库12千吨，石脑油去库5千吨，航空煤油去库4千吨。

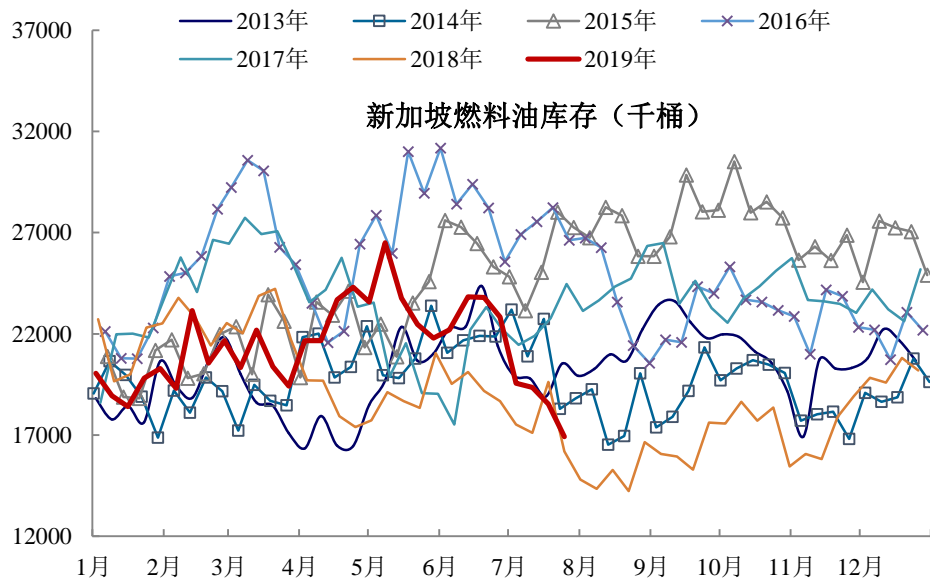


新加坡：成品油整体去库，燃料油占优

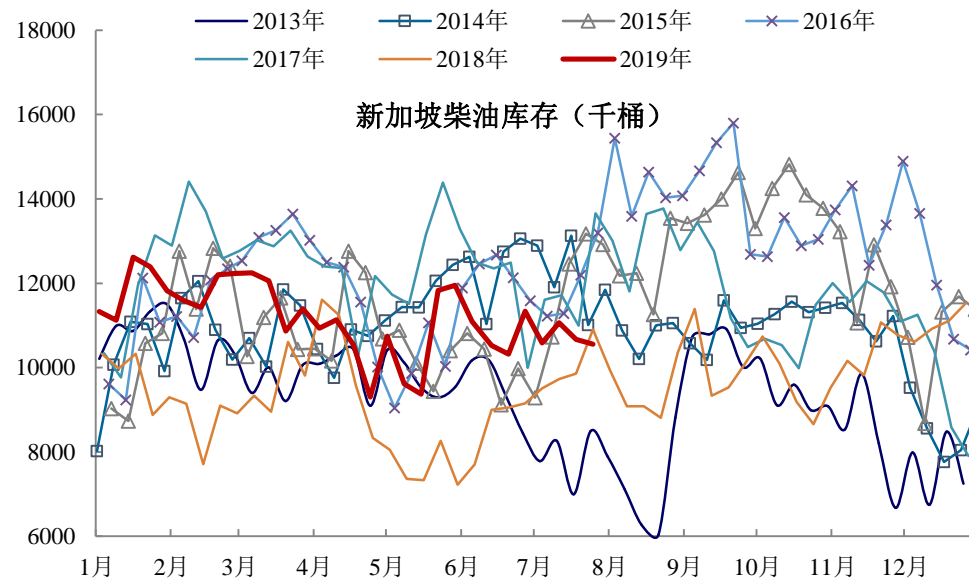
本周新加坡成品油库存去化269千桶，其中燃料油去化162千桶，汽油去化95千桶，柴油去化12千桶。



数据来源：彭博、华创证券



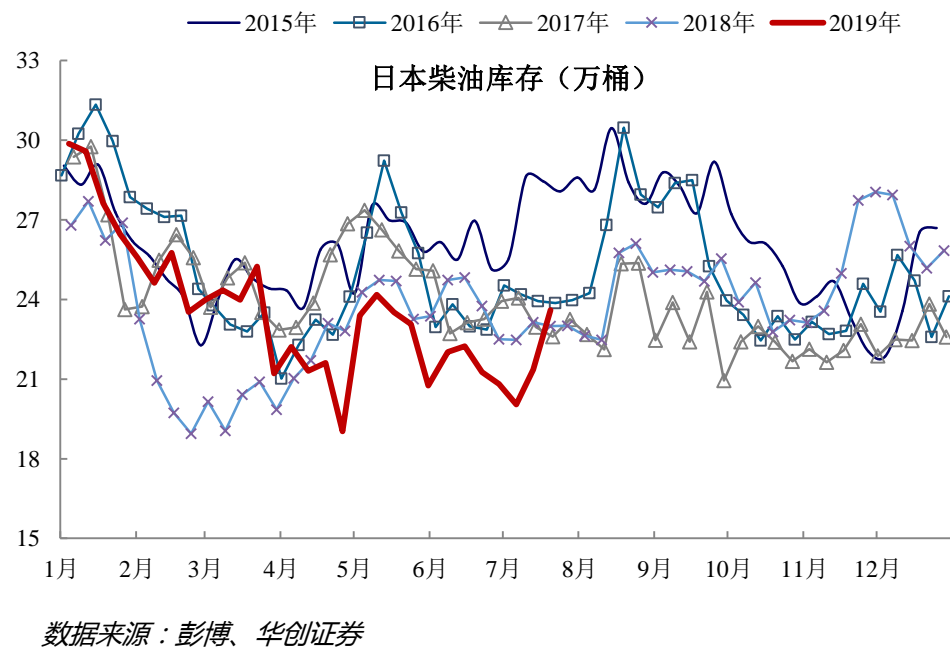
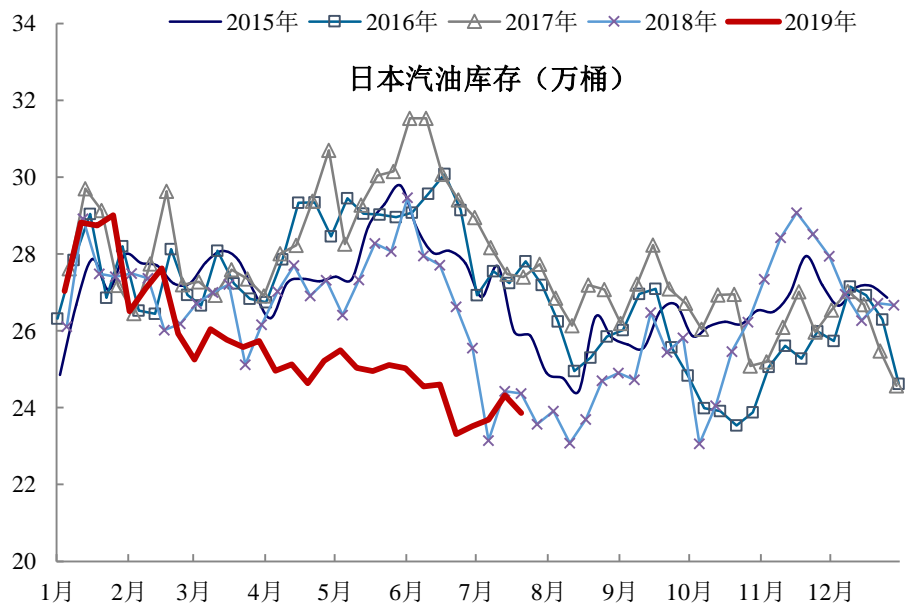
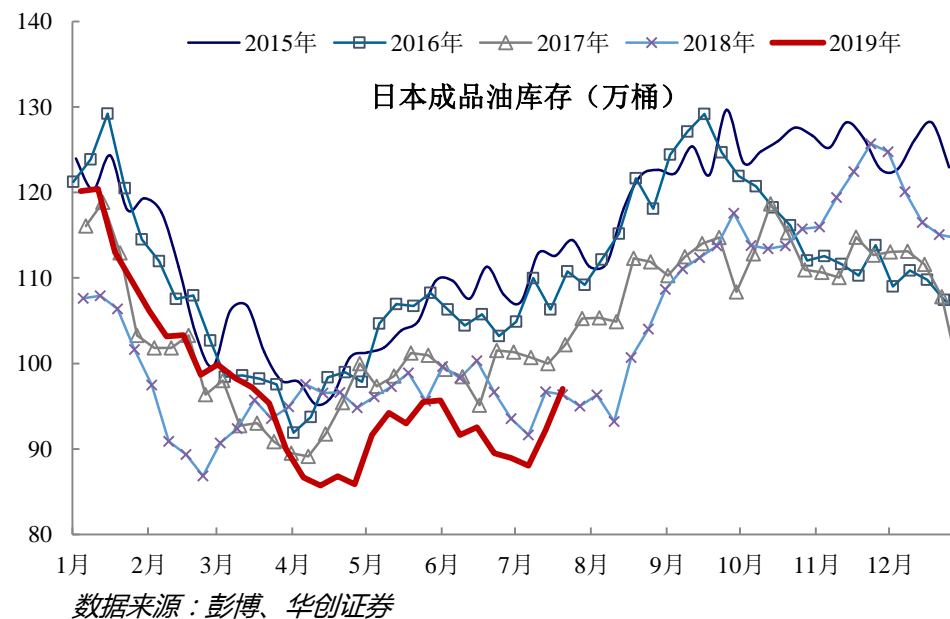
数据来源：彭博、华创证券



数据来源：彭博、华创证券

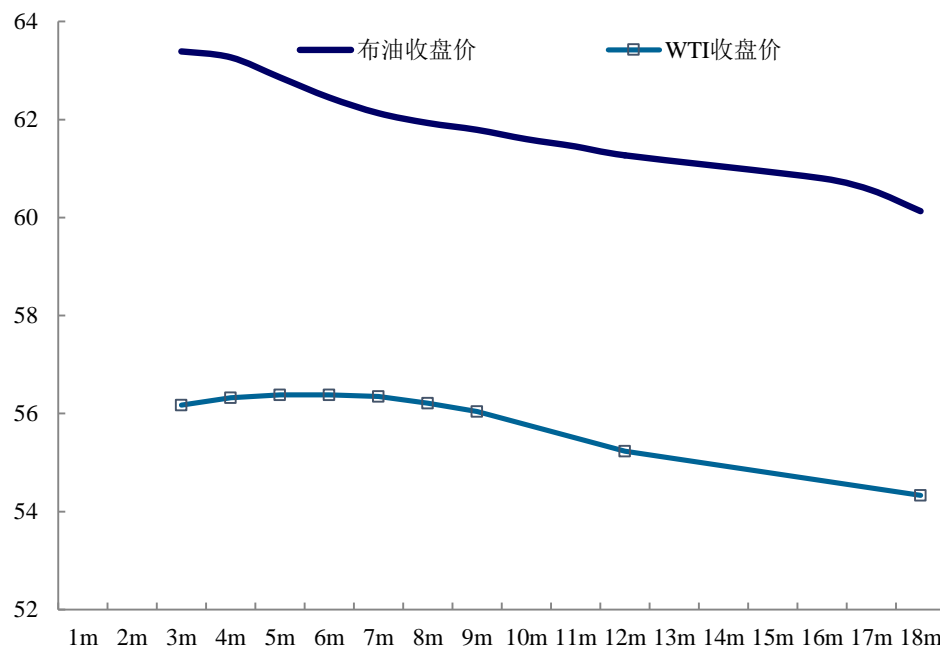
日本：柴油进入淡季驱动成品油累库

本周日本成品油库存累库3.46万桶，其中汽油去库0.46万桶，柴油累库2.23万桶，煤油累库0.79万桶，石脑油累库0.90万桶

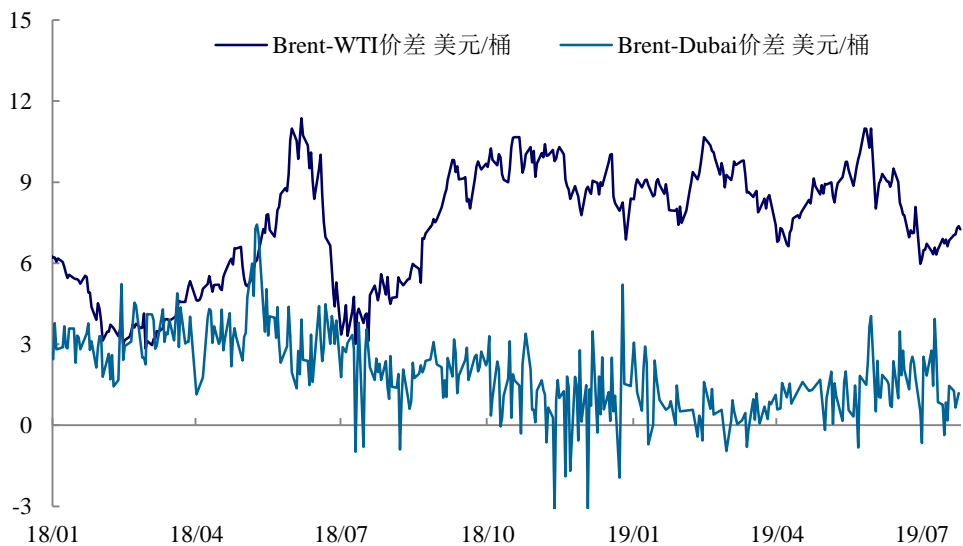


结论：美国旺季接近尾声，B-W价差有望再度扩张

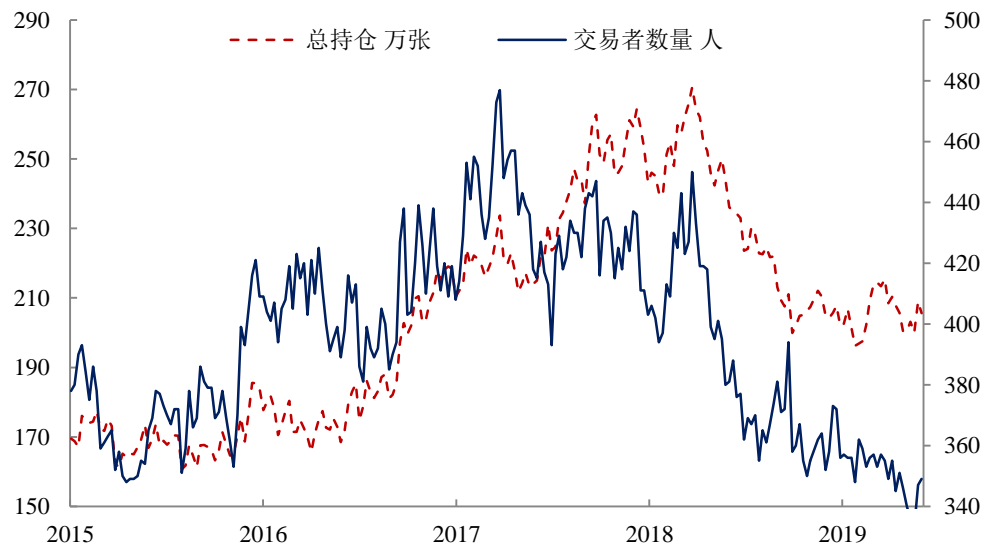
- 1) 供给端，OPEC+预计7月预计减产30万桶/天（不含豁免国），美油在飓风消退后产量预计增加100万桶/天，全球总供给边际增强。按照预期，Q3美洲增产42万桶/天，欧洲增产50万桶/天的预期，供给环比增加137万桶/天，需求端增长110万桶/天，其中美洲贡献95万桶/天，这将使得援引在Q2过剩的基础进一步过剩，过剩量为119万桶/天。
- 2) 从区域看，美国旺季还有1个月的时间，欧洲将随后步入旺季，美国高频数据的指引作用将逐步消失，高频低频数据将同向驱动原油价格下行。
- 3) 8月预测：在高频数据驱动弱化、低频数据进一步指向衰退时，布油美油价格料将共振下行，以寻求月差的平衡点。值得注意的事，由于区域旺季的变换，B-W价差有望再次扩张。



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券



数据来源：wind、华创证券

地产数据超预期、FED降息超预期。

证券分析师：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017年加入华创证券研究所。2015年-2017年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

电话：021-20572571

执业编号：S0360518010002

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

联系人：张文龙

上海交通大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

电话：010-66500983

邮箱：zhangwenlong@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。