

油价预期改善，关注四季度机会

——石化行业四季度策略



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ **原油供给弹性远大于需求，四季度油价有望波动上行。**受9月份沙特被袭击事件影响，原油被赋予地缘政治溢价，若后期沙特复产速度不及自己的预测，原油价格将因为沙特产量下降而出现上涨，其弹性高达几百万桶大大超过全球原油需求变化的弹性。

❖ **冬季采暖季来临，两桶油受益天然气需求及价格上涨。**今年我国天然气需求增速有望达到10%，需求增长仍然较快，冬季天然气供给仍有可能出现紧张。考虑到过去几年取暖季哈萨克斯坦来气出现多次供给意外下降的情况，且我国储气库仍难以满足冬季调峰的作用，冬季天然气量价齐升的情况有可能出现，利好国内天然气生产及销售企业，相关标的：中石油、中石化、蓝焰控股等。

❖ **油服公司进入冬季施工阶段：**根据今年中石油的安排，冬季施工将成为未来的常态，过去冬季施工量较少的大庆、新疆及长庆油田的工作量大幅提升，中石油安排500部钻机冬季施工，比去年的300部增长近70%，相关钻井及压裂服务公司将进一步提高效率、降低成本、提高毛利率。

❖ **能源安全有望和油价共同推动上游投资。**最近几个月我国进口原油同比增速仍保持在10%左右的高位，国内原油产量增速达到1%左右，原油对外依存度仍在快速上升。考虑到国际海上油气开采正在恢复，较低的平台服务报价有利于利用率的提升，预计国内陆地及全球海上业务仍在投资增长的趋势中，建议关注海油工程和中海油服。

❖ **油田服务效率将增长。**国内能源安全已经推动油气勘探开发投资快速增长，后续仍然有增长但增速可能下行。保障国内能源安全需要提高油气开采效率、降低开采成本，我们预计后续将加大国内油服竞争，提高单位投资的产出效益，油田服务的跨区域作业将增加。

❖ **关注地缘政治对石化产品的影响，建议关注煤化工企业。**根据2019年7月数据，因沙特向中国出口乙二醇占中国进口总量的比例高达45%，中国从沙特和伊朗进口较大数量的甲醇和乙烯等商品，我们预计相关产品未来仍可能受到中东地缘政治的影响，建议关注相关煤化工企业，相关标的有华鲁恒升等。

❖ **风险提示：**OPEC限产协议执行率过低、美国页岩油气增产远超预期、国际成品油需求大幅下滑、油气改革方案未得到实质落实、中美贸易摩擦影响原油需求、美国取消对伊朗、委内瑞拉等国家能源出口的制裁。

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 石油化工
报告时间 | 2019/9/23

分析师

白竣天
证书编号：S1100518070003
010-66495962
baijuntian@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、四季度油价有望波动上行.....	4
1.前三季度油价冲高回落.....	4
2.伊朗和委内瑞拉原油出口未见好转.....	4
3. OPEC 其他成员国需提高限产执行率.....	5
4.美国页岩油投资下降.....	6
5.近期美国原油库存开始下降.....	7
6.原油产品库存维持稳定.....	7
7.总结.....	8
二、石油公司有望受益油价同比提升.....	8
1.油价有望同比提升，气价有望环比改善.....	8
2.管网投资下降.....	9
三、能源安全的重要性显现.....	10
1.沙特原油设施被袭击.....	10
2.能源安全将推动投资和效率增长.....	12
四、各子板块投资机会.....	13
1.油服公司营收增速加快.....	13
2.钻采设备制造商维持业绩增速.....	14
3.海上油气工程企业营收增速加快.....	15
4.美国陆地油服业绩增速下滑，海上渐起.....	16
5.天然气板块仍有投资机会.....	16
5.关注中东石化产品的进口风险.....	17
6.投资机会总结.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图 1:	布伦特原油平均价格 (美元/桶)	4
图 2:	伊朗和委内瑞拉原油产量	4
图 3:	OPEC 原油产量	5
图 4:	美国原油产量	6
图 5:	美国战略原油储备干预油价	6
图 6:	美国商业原油库存与 OECD 原油库存同步变化	7
图 7:	原油产品库存被忽略	8
图 8:	三桶油营收同比增速	9
图 9:	两桶油各季度净利润	9
图 10:	中石油天然气与管道资本支出	9
图 11:	原油和天然气对外依存度	10
图 12:	地缘事件对原油供给的影响 (万桶/天)	11
图 13:	沙特占我国原油进口的比例	11
图 14:	霍尔兹海峡原油和凝析油运输量	12
图 15:	中石油各板块资本支出	13
图 16:	中石化各板块资本支出	13
图 17:	油服企业营业收入增速	14
图 18:	石油钻采设备公司营收同比增速	14
图 19:	杰瑞股份订单情况	14
图 20:	油气工程企业营收同比增速	15
图 21:	美股主要油气公司营收增速	16
图 22:	迪森股份与厚普股份营业收入增速对比	16
图 23:	蓝焰控股与新天然气营业收入增速对比	17
图 24:	从沙特进口乙二醇的占比	17
图 25:	从沙特和伊朗进口甲醇的情况	18

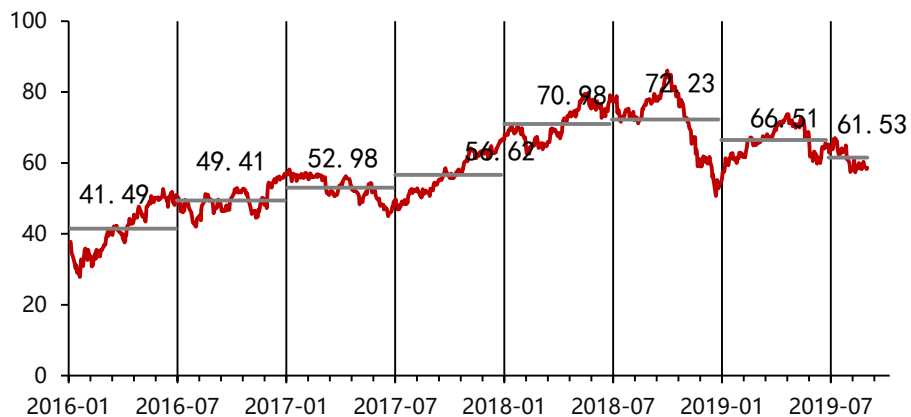
一、四季度油价有望波动上行

1. 前三季度油价冲高回落

今年前三季度，国际油价冲高回落，4月份达到高点74美元/桶，之后美国页岩油管道瓶颈逐步缓解以及全球原油需求下滑，油价开始回落。

我们预计四季度油价有望波动上行。受9月份沙特被袭击事件影响，原油被赋予地缘政治溢价，若后期沙特复产速度不及自己的预测，原油价格将因为沙特产量下降而出现上涨，其弹性高达几百万桶大大超过全球原油需求变化的弹性。并且沙特因袭击中断的产量将降低全球原油库存，考虑沙特阿美IPO的预期，预计沙特后续提高产量弥补库存的可能性较小。

图 1：布伦特原油平均价格（美元/桶）

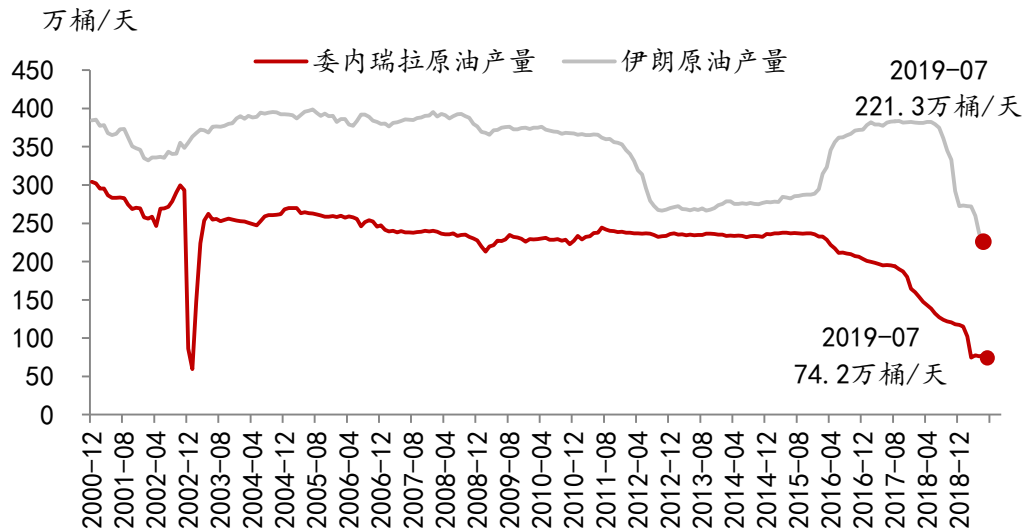


资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 伊朗和委内瑞拉原油出口未见好转

伊朗和委内瑞拉自2017年限产以来，产量被动下降；伊朗原油产量低于上次被美国制裁时的产量，2019年7月产量只有220万桶/天，预计产量未来继续下滑的可能性相对较小；委内瑞拉原油产量由3年前的230万桶/天，下降到2019年7月的74万桶/天，只有原来的不到三分之一，预计产量下滑的空间也不大。

图 2：伊朗和委内瑞拉原油产量

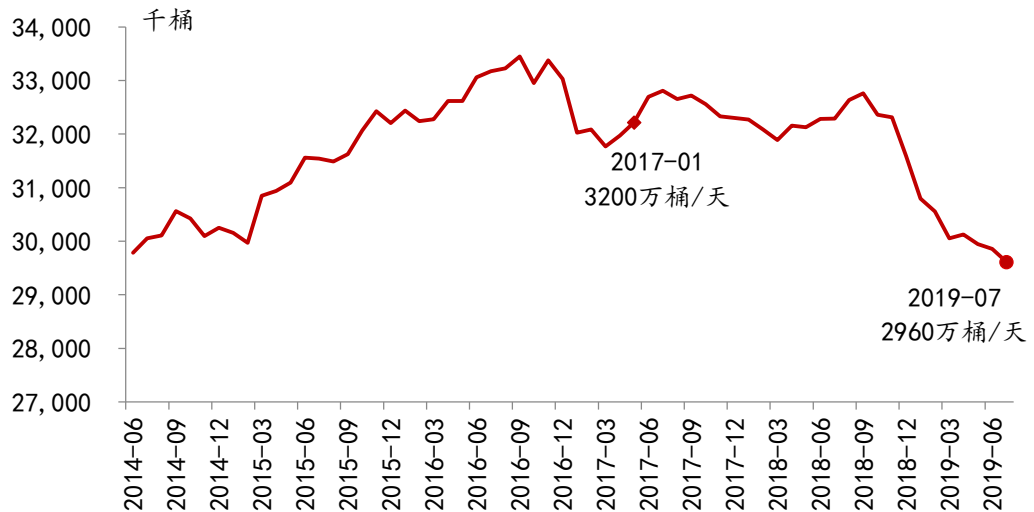


资料来源: Wind, 川财证券研究所

3. OPEC 其他成员国需提高限产执行率

OPEC 限产多次得到延期, 为配合沙特阿美 IPO, 预计 2020 年 OPEC 限产计划仍将得到延期。受到伊朗和委内瑞拉被制裁的影响, OPEC 在 7 月份的原油产量为 2960 万桶/天, 已经大幅低于 2017 年首次限产的基准值 3200 万桶/天。

图 3: OPEC 原油产量



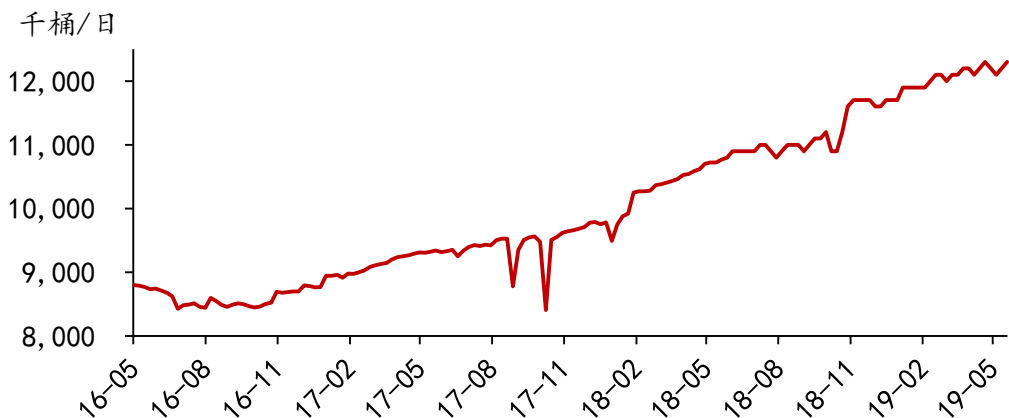
资料来源: Wind, 川财证券研究所

4. 美国页岩油投资下降

受到美国之前几年持续加息的影响，页岩油开采企业现金流不足以覆盖开采投资、股东回报和债券利息，并且页岩油开采技术进步的边际效应在缩小，单井产量的边际变化在减小，未来单井产量及成本下降的空间减小，页岩油投资开始下降。据斯伦贝谢预计，今年下半年页岩油气投资将比上半年更低。我们预计北美地区页岩油产量增速的下降有望在今年或者明年看到。

美国页岩油投资的下滑也将影响到德州原油管道的建设，已经有管道建设出现暂缓。中游管道建设要考虑到 10-20 年的运行负荷，若美国页岩油预期增速下滑，将导致管道建设被拖延或取消。

图 4：美国原油产量



资料来源：Wind, EIA, 川财证券研究所

美国政府持续通过战略原油库存干预油价。在 OPEC 限产这几年，美国政府多次通过释放战略原油 100-200 万桶/天的手段，变相增加美国商业原油的库存。因美国原油产量仍在增长，所以战略原油储备仍有下滑的空间，通过战略原油库存干预油价的手段将长期存在。

图 5：美国战略原油储备干预油价

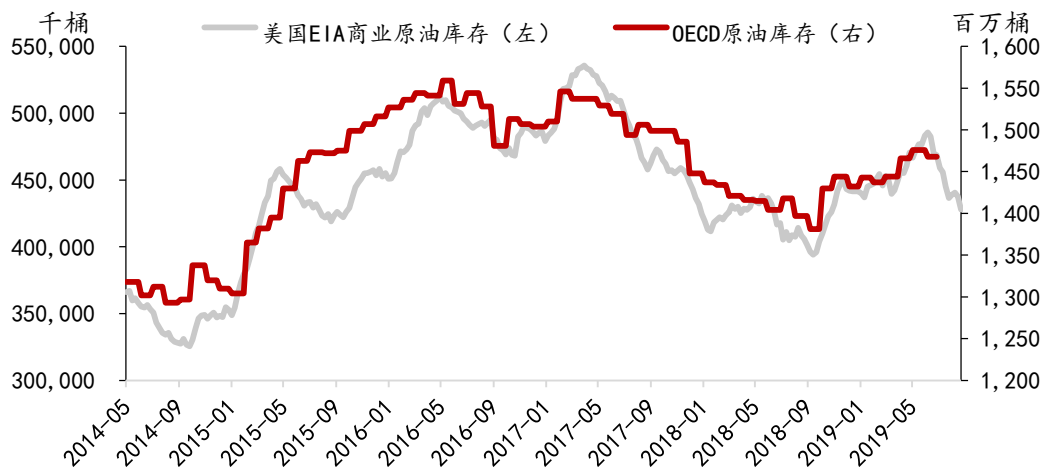


资料来源: Wind, EIA, 川财证券研究所

5. 近期美国原油库存开始下降

美国 EIA 原油库存与 OPEC 统计的 OECD 原油库存处于同步，商业原油库存在用油旺季开始下降。

图 6: 美国商业原油库存与 OECD 原油库存同步变化



资料来源: OECD, EIA, 川财证券研究所

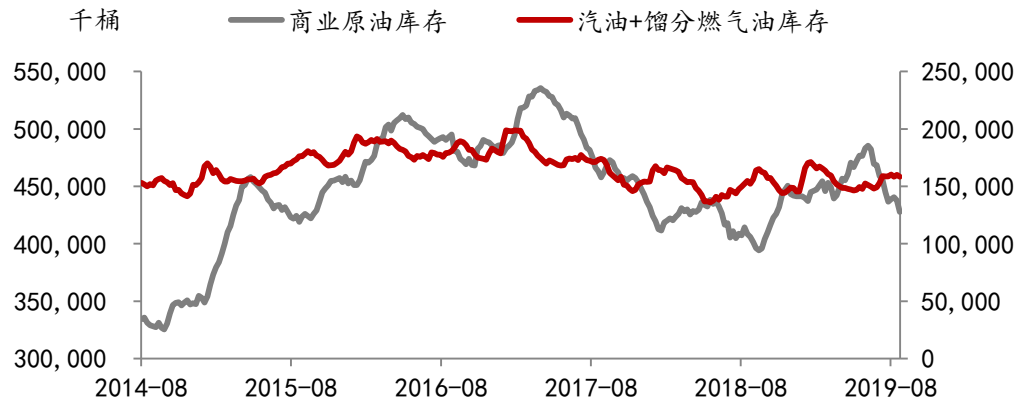
6. 原油产品库存维持稳定

原油产品库存对油价的影响也不可忽略。原油产品库存也会对油价产生间接影

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

响，汽油和馏分燃料油库存占原油产品库存的 80%；近期产品库存维持稳定，原油库存下降，油品库存整体处于下降趋势。

图 7：原油产品库存被忽略



资料来源：Wind, EIA, 川财证券研究所

7. 总结

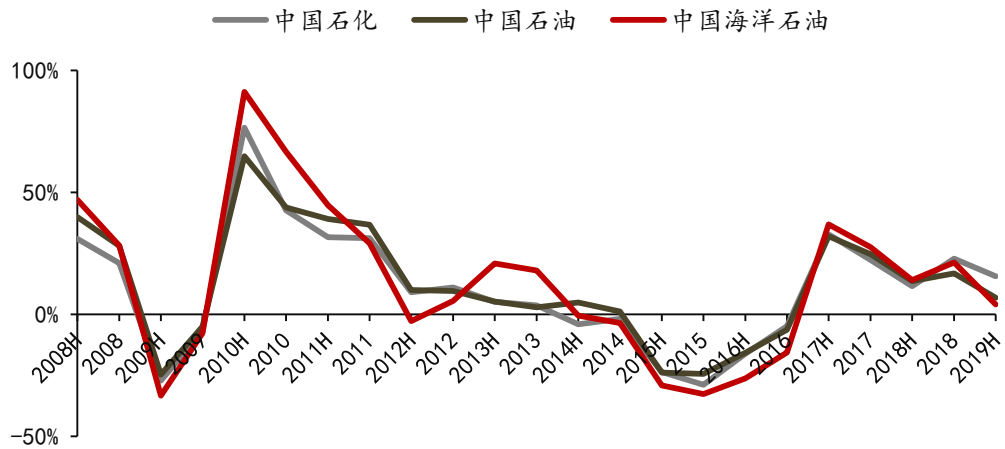
因为近期原油供给弹性远大于需求，我们预计四季度油价有望波动上行。受 9 月份沙特被袭击事件影响，原油被赋予地缘政治溢价，若后期沙特复产不及自己的预测，原油价格将因为沙特产量下降而出现上涨，其弹性高达几百万桶大大超过全球原油需求变化的弹性。

二、石油公司有望受益油价同比提升

1. 油价有望同比提升，气价有望环比改善

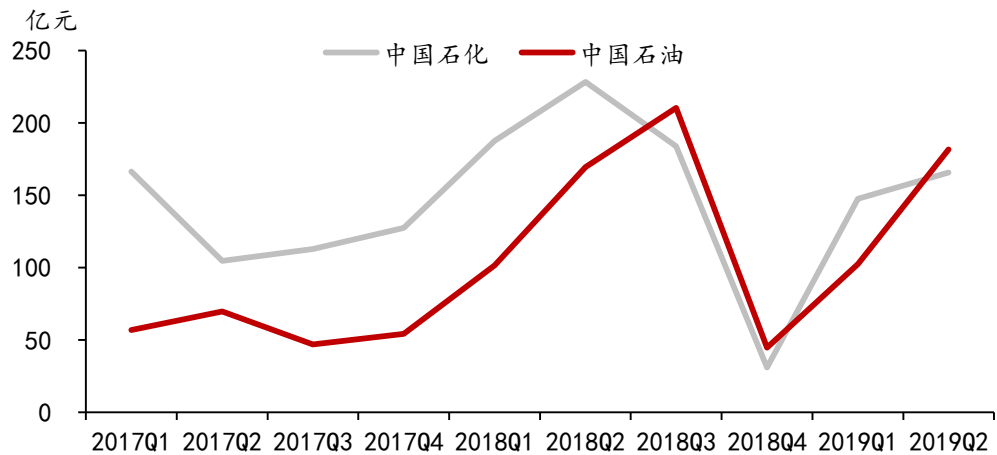
因上半年原油价格相对去年回落，三桶油的营业规模略有下降。四季度冬季采暖季来临，两桶油受益天然气需求增长及价格上涨。今年我国天然气需求增速有望达到 10%，需求增长仍然较快，冬季天然气供给仍有可能出现紧张。考虑到过去几年取暖季哈萨克斯坦来气出现多次供给意外下降的情况，且我国储气库仍难以满足冬季调峰的作用，冬季天然气量价齐升的情况有可能出现。若再考虑到四季度油价可能因地缘政治影响出现上涨，而去年同期油价出现较大下跌，油价的同比增长将较为明显，相关标的：中石油、中石化、蓝焰控股等。

图 8：三桶油营收同比增速



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9：两桶油各季度净利润

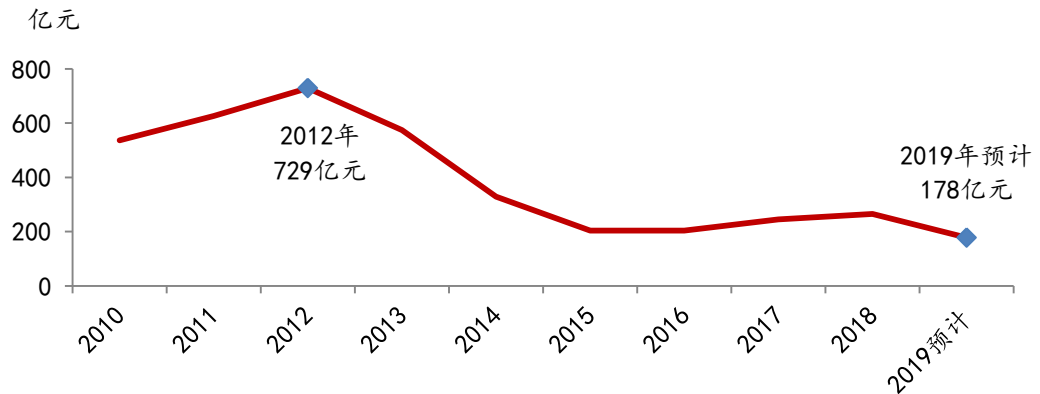


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2. 管网投资下降

中石油今年管道及天然气板块投资预计在 178 亿元，同比下降 87 亿。后续考虑管网公司将成立，整个行业将触底回升。

图 10：中石油天然气与管道资本支出



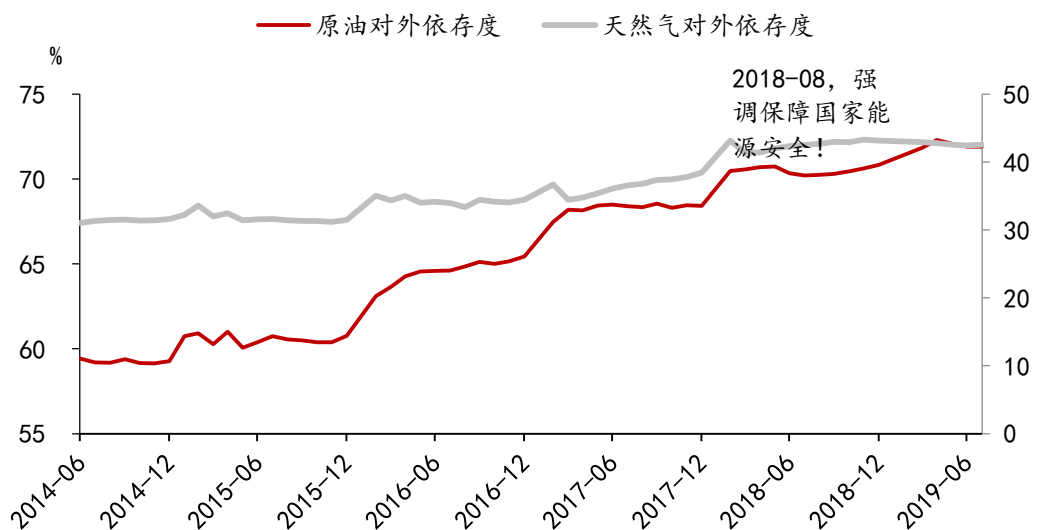
资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、能源安全的重要性显现

1. 沙特原油设施被袭击

自 2018 年 8 月开始，我国原油对外依存度实质性超过 70%，并维持在 70% 以上，习近平总书记多次强调保障国家能源安全。

图 11：原油和天然气对外依存度



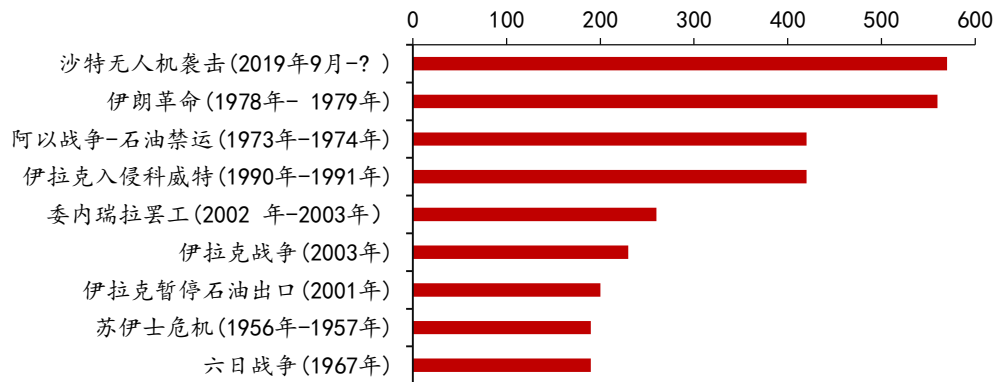
资料来源：川财证券研究所

9 月 14 日，沙特的国家石油公司——沙特阿美（Saudi Aramco）旗下一座主要石油加工设施遭无人机袭击，引发大火，同时遇袭的还有该公司的一个油田。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

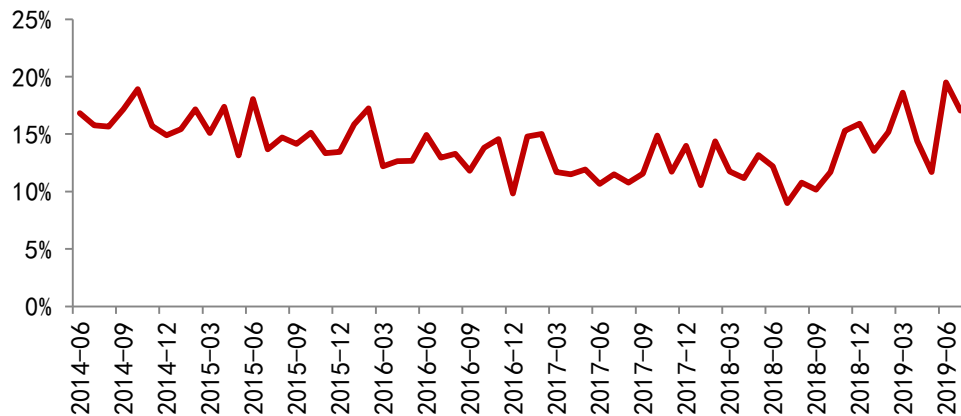
也门胡塞武装随后宣布对此负责。沙特官方通讯社沙通讯社刊登了该国能源部长阿卜杜勒阿齐兹本萨勒曼的声明。他表示，事件发生后，沙特关停了该国一半的石油生产。沙特阿美方面表示，这将影响每日近 570 万桶原油的产量，约占到全球原油日产量的 5%。

图 12：地缘事件对原油供给的影响（万桶/天）



资料来源：川财证券研究所

图 13：沙特占我国原油进口的比例



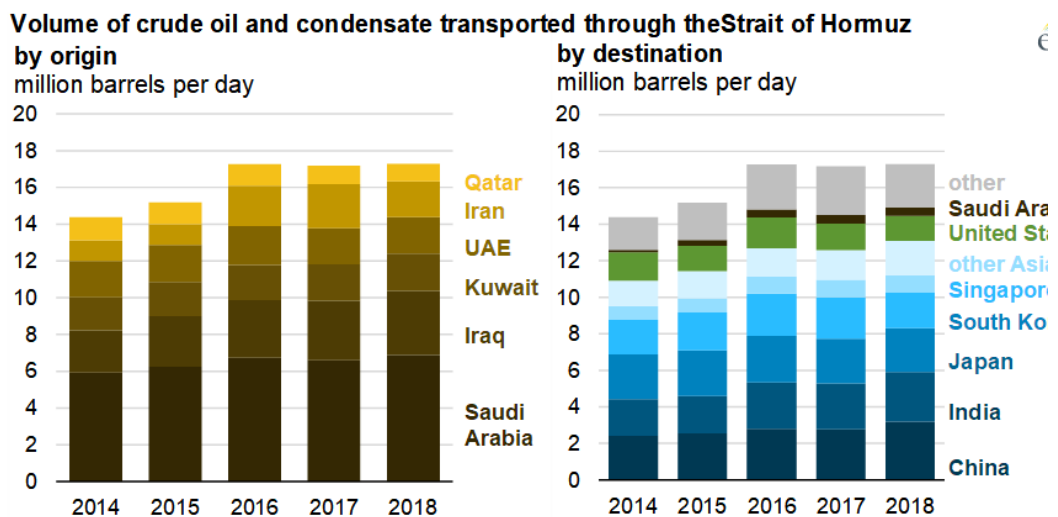
资料来源：川财证券研究所

沙特阿美位于 Abqaiq 和 Khurais 两个油田的两处主要石油设施受也门胡塞武装的袭击暂时停产，减产幅度高达 570 万桶/日。2019 年以来，中国原油进口月均总量 4099 万吨，日均进口总量约为 137 万吨。受袭击事件影响，减产幅度高达 570 万桶/日，约为 77 万吨。根据 2019 年 7 月的最新数据，沙特出口到中国的原油占中国总进口量的 17% 左右，因此该减产量占中国日均原油进

口量的约 7%。有消息报道这些石油设施有望在 2 天内被修好。近期沙特出人意料地撤换了能源部长，并在沙特阿美 IPO 问题上取得了进展，存在主动提升油价的意愿。因伊朗原油出口被美国制裁、中国减少从美国进口原油以及国内原油进口量持续增长，我国从沙特进口的原油占比在最近一年呈增长态势，或威胁到我国原油进口安全。

根据 2019 年 7 月海关的最新数据，沙特是我国的第一大原油来源国，当月进口量达 699 万吨，占比为 16.6%；俄罗斯联邦是第二大来源国，当月进口量达 567 万吨，占比为 13.4%；伊拉克是第三大来源国，当月进口量达 426 万吨，占比为 10.6%。自 2018 年 7 月以来，中国对沙特的原油进口占比呈增长趋势，由去年最低的 9% 左右在一年内提高到 6 月最高的 20% 左右。

图 14： 霍尔木兹海峡原油和凝析油运输量



资料来源：Wind，川财证券研究所

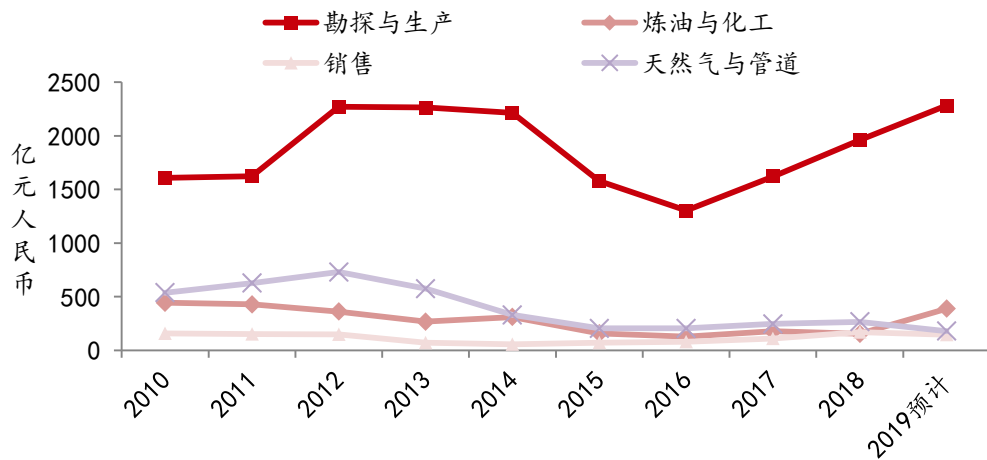
沙特和伊朗处于霍尔木兹海峡的两边，其紧张局势也将影响霍尔木兹海峡的航运安全，影响全球主要是亚洲的能源进口。

2. 能源安全将推动投资和效率增长

国内能源安全已经推动油气勘探开发投资快速增长，后续仍然有增长但增速可能下滑。保障国内能源安全需要提高油气开采效率、降低开采成本，我们预计后续将加大国内油服竞争，提高单位投资的产出效益，油田服务的跨区域作业将增加。

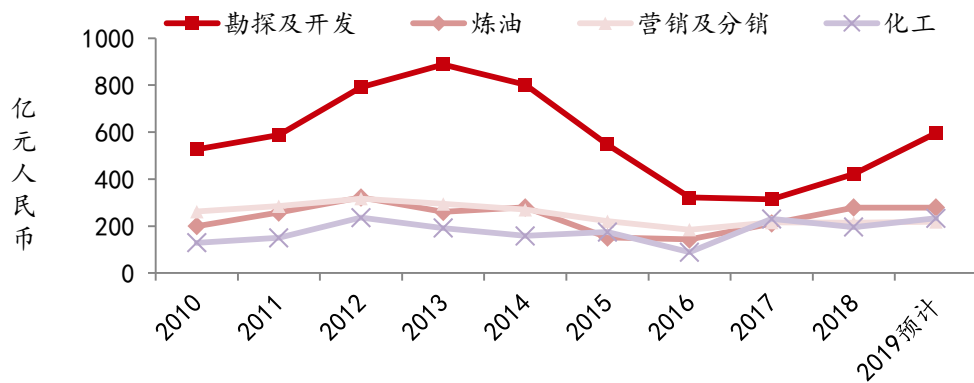
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 15: 中石油各板块资本支出



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 16: 中石化各板块资本支出



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

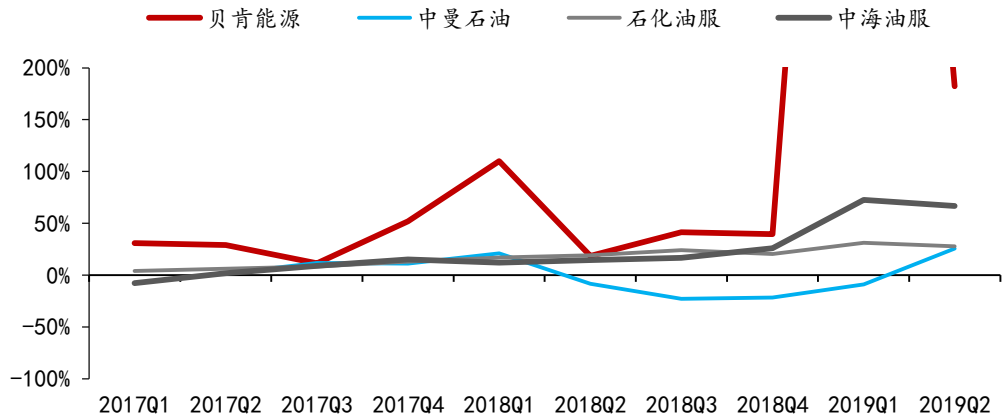
四、各子板块投资机会

1. 油服公司营收增速加快

国内陆地油服公司自 2018 年 3 季度开始工作量大幅增长, 明显受益于“保障国家能源安全”带来的投资增量;

今年上半年中海油投资增长 60%，中海油服上半年受益明显。

图 17：油服企业营业收入增速

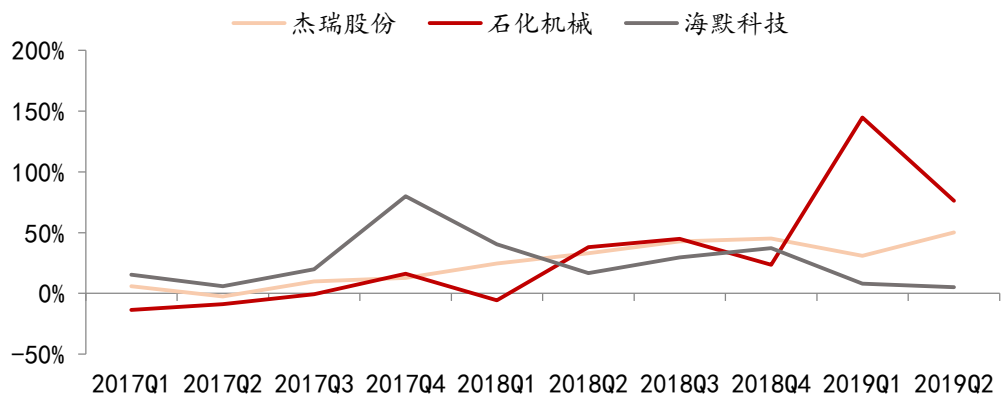


资料来源：Wind，川财证券研究所

2. 钻采设备制造商维持业绩增速

受益于新疆玛湖油田、吉木萨尔页岩油田、西南页岩气、长庆致密气等常规及非常规油气开发的影响，国内大马力压裂设备需求量大幅增长，今年杰瑞股份和石化机械的压裂车订单实现翻倍增长。

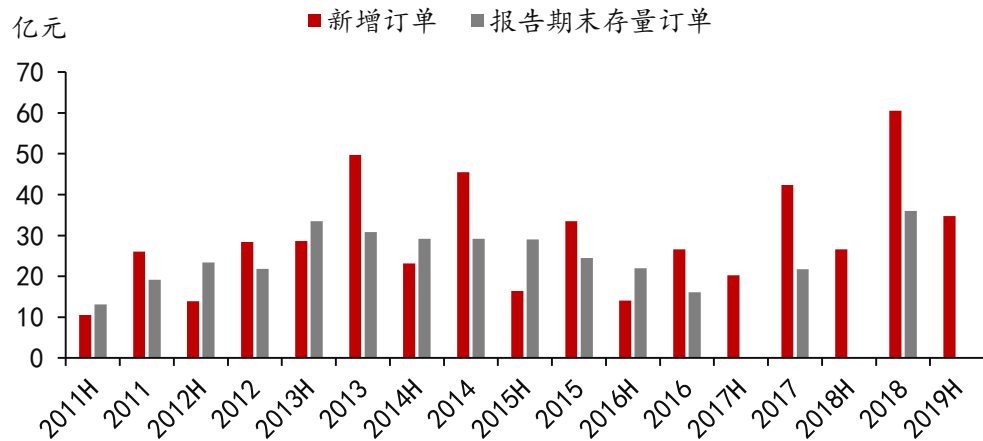
图 18：石油钻采设备公司营收同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19：杰瑞股份订单情况

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

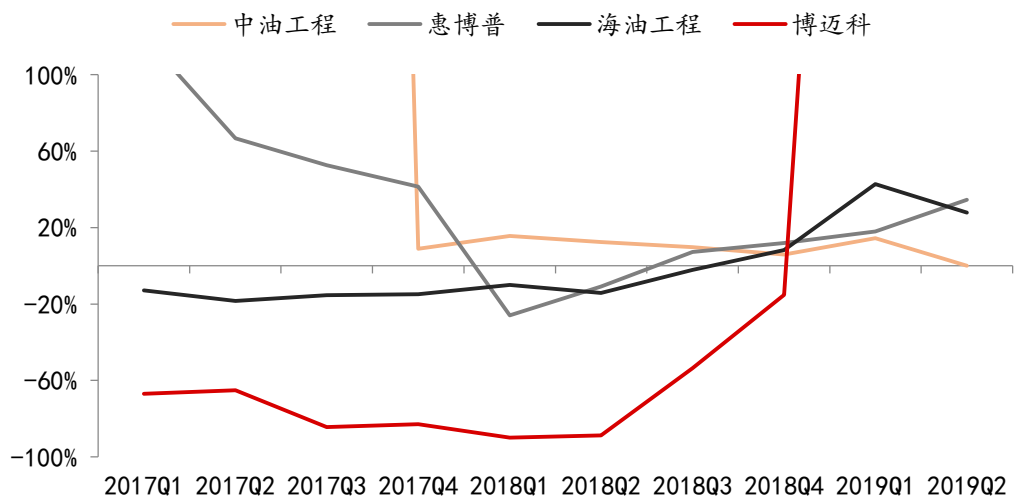


资料来源: Wind, 川财证券研究所

3. 海上油气工程企业营收增速加快

受益于国际 LNG 项目如莫桑比克和俄罗斯北极 2 项目的释放, 工程企业订单明显增长, 将带动四季度及明年的工作量增长。并且海上生产平台的建设和安装滞后于海上钻井, 如海油工程有 60% 左右的工作量是平台建设及安装, 受益滞后于中海油服, 投资机会也将逐步显现。

图 20: 油气工程企业营收同比增速

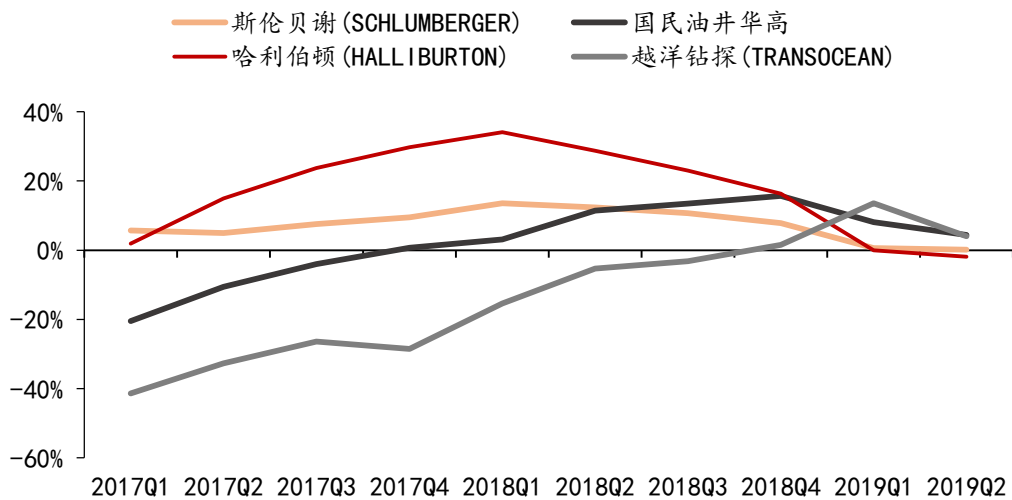


资料来源: Wind, 川财证券研究所

4. 美国陆地油服业绩增速下滑，海上渐起

北美页岩气开采受到美国天然气价格大幅下跌的影响，页岩油受到过去几年加息及技术进步边际效应递减的影响，并且今年油价同比下滑，美国页岩油勘探开发投资从今年开始下滑，相关北美油服公司的业绩受到影响。但海上钻井服务在近几年服务价格持续降价，已经具备和陆地相比的竞争力，钻井平台利用率提升，业绩开始好转。如越洋钻探从去年4季度起，营业收入开始实现正向增长。

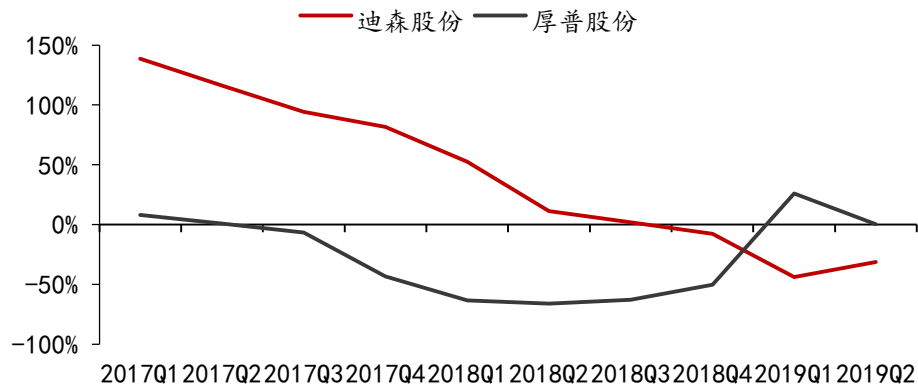
图 21：美股主要油气公司营收增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

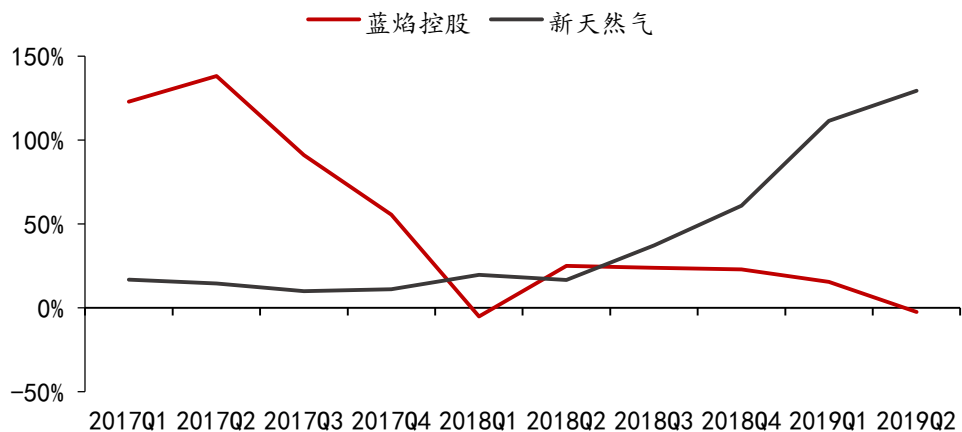
5. 天然气板块仍有投资机会

图 22：迪森股份与厚普股份营业收入增速对比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 蓝焰控股与新天然气营业收入增速对比

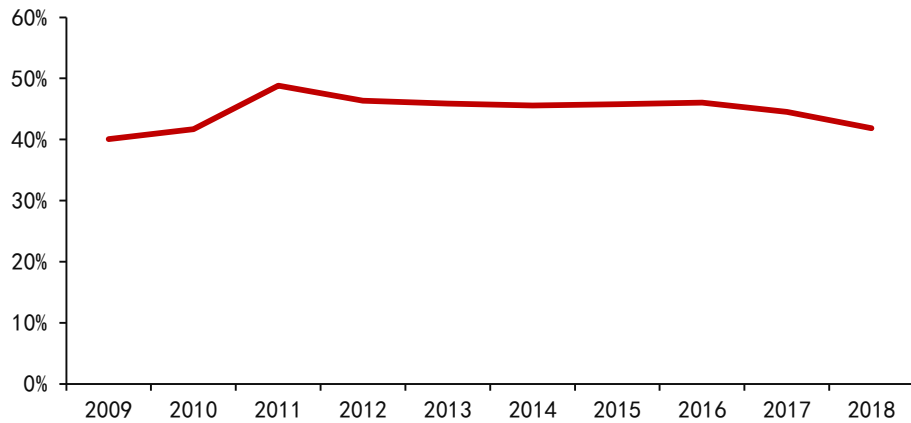


资料来源: Wind, 川财证券研究所

5. 关注中东石化产品的进口风险

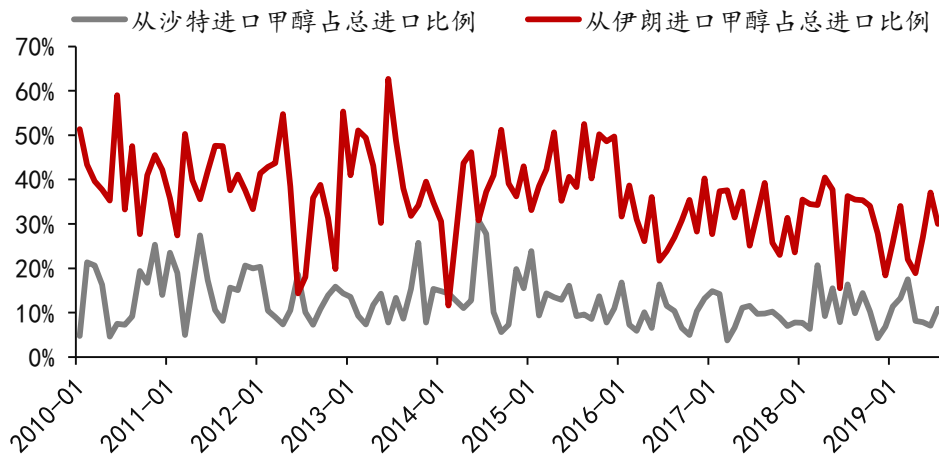
根据 2019 年 7 月的海关数据, 因沙特向中国出口乙二醇占中国进口总量的比例高达 45%, 中国从沙特和伊朗进口较大数量的甲醇和乙烯等商品, 相关产品在 9 月份出现较大波动, 我们预计未来仍可能受到中东地缘政治的影响。因我国煤炭资源相对丰富, 其也可以加工成部分石油产品, 建议关注相关煤化工企业, 相关标的有华鲁恒升等。

图 24: 从沙特进口乙二醇的占比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 25: 从沙特和伊朗进口甲醇的情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

6. 投资机会总结

关注四季度地缘政治波动对油价的影响,以及我国冬季天然气的供需状况,两桶油有望受益油气价格同比上涨带来的利好。关注海油工程、杰瑞股份、石化机械等,海上生产平台滞后于钻井,油服公司利润改善、设备需求量增长、设备改造的需求也将增大,塔里木深井和四川页岩气带来深井钻机及大马力压裂设备的需求,且四季度冬季施工量保持增长带动工作量同比改善。

风险提示

OPEC 限产协议执行率过低

限产协议执行率过低将导致 OPEC 原油产量超出限产协议要求，降低对国际原油库存的影响，并削弱 OPEC 对国际油价的影响，降低市场对国际油价复苏的信心。

天然气需求增长缓慢

若国内环保政策对天然气需求的提升不明显或者国内天然气价格居高不下且没有补贴，天然气需求增长或将放缓，影响产业内上市公司。

美国页岩油气增产远超预期

美国页岩油是最近几年国际原油市场上的最大增量，对最近几年的国际油价的变化起到了至关重要的影响。如果页岩油气增产远超预期将大幅提高美国原油库存，并极大的削弱 OPEC 对国际原油市场的影响力。

国际成品油需求大幅下滑

国际原油的最大需求来自于成品油，如果需求大幅下滑，将导致成品油过剩，减少对国际原油的需求。国际油价大幅下挫。

油气改革方案未得到实质落实

国内的油气改革将对未来若干年的油气行业产生重大影响，其以简政放权、打破垄断为主要出发点。若改革未得到实质落实，民间资本将难以进入到行业中，影响行业发展前景。

中美贸易摩擦影响原油需求

美国取消对伊朗、委内瑞拉等国家能源出口的制裁

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004