

石油开采

证券研究报告
2021 年 06 月 17 日

专题：景气向上游传导，重申石化上游配置价值

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《石油开采-行业专题研究:专题：聚酯草根调研，看行业景气和格局》 2021-04-17
- 2 《石油开采-行业专题研究:从两桶油 ESG 报告看碳中和》 2021-04-07
- 3 《石油开采-行业点评:中海油资本开支增长 6-18%，油服景气持续上行》 2020-01-14

1.石化景气向上游传导的两点逻辑

1) **海外复工复产**：美国欧洲炼厂开工率快速回升，一方面加大原油需求，另一方面压缩炼油毛差和化工品盈利。

2) **全球“绿色化”趋势**：中美两大国加入“碳中和”队伍之后，对能源市场尤其是上游影响大。页岩油和国际石油公司对上游油气资产的资本开支非常谨慎，“油价—CAPEX”反向作用的逻辑链条失效。

2.能源上游价格 21Q3 有望继续走强

1) **原油方面**，实体复苏推动油价追赶其他大宗品涨幅，21Q3 有望 70-80 美金运行。

2) **天然气**受需求拉动，以及美国供给瓶颈影响，单价格保持相对高位。

3.投资建议：

重申石化上游配置价值，重点关注：1) 石化板块上游公司，中国海洋石油(H)、中国石油股份(H)、中国石化；2) 天然气上游标的，广汇能源。

风险提示：油价大涨导致宏观通胀压力凸显的风险；伊朗产量释放快于预期的风险；烯烃下滑幅度超过预期的风险。

内容目录

1. 景气向上传导的两点核心逻辑.....	3
2. 原油：实体复苏推动油价追赶其他大宗品涨幅，21Q3 有望 70-80 美金运行.....	3
3. 中游化工景气阶段性回调	4
4. 天然气：Q2 淡季不淡，LNG 价格或持续中高位运行	4
5. 风险提示.....	5

图表目录

图 1：油气煤疫情之后走势比较.....	3
图 2：IEA 全球原油供需平衡分析（单位：百万桶/天）	4
图 3：OECD 石油库存（单位：百万桶）	4
图 4：美国炼厂开工率回升（单位：百万桶/填）	4
图 5：乙烯盈利回调（单位：元/吨）	4
图 6：国内 LNG 价格（上海市场价，元/吨）	5
图 7：国际 LNG 价格（日韩市场价，美金/mmbtu）	5

未找到图形项目表。

1. 景气向上游传导的两点核心逻辑

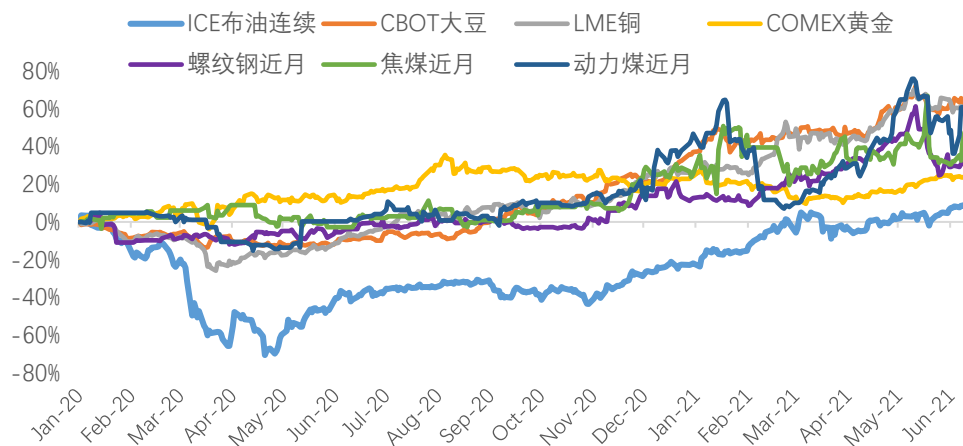
- 1) **海外复工复产**：美国欧洲炼厂开工率快速回升，一方面加大原油需求，另一方面压缩炼油毛差和化工品盈利。
- 2) **全球“绿色化”趋势**：中美两大国加入“碳中和”队伍之后，对能源市场尤其是上游影响大。页岩油和石油公司对上游油气资产的资本开支非常谨慎，“油价—CAPEX”反向作用的逻辑链条失效。

重申石化上游配置价值，重点关注：1) 石化板块上游公司，中国海洋石油（H）、中国石油股份（H）、中国石化；2) 天然气上游标的，广汇能源。

2. 原油：实体复苏推动油价追赶其他大宗商品涨幅，21Q3 有望 70-80 美金运行

从疫情之后的价格表现来看，原油与其他大宗商品比价一直涨幅最弱。原油与国内定价的动力煤和焦煤比较同样最弱。随着欧美疫苗注射推进，疫情进入实质性修复阶段，原油应相对其他大宗商品修复具有合理性。

图 1：油气煤疫情之后走势比较

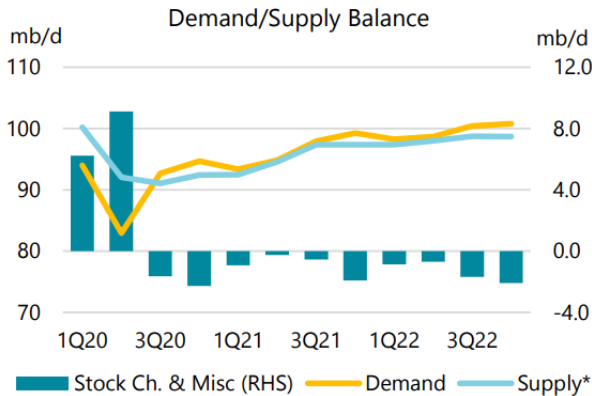


资料来源：wind，天风证券研究所

当前基本面：1) 全球原油库存已经回到正常水平。2) 21Q3 原油需求预期复苏。3) 供给端页岩油保持克制。4) 国际石油公司面临“绿色化”困境。（详细论述见报告 20210601《能源专题：石油绿色溢价——主流逻辑的再验证》）。

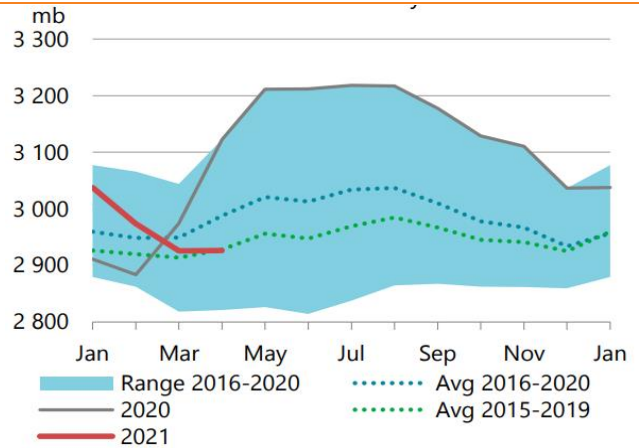
当前油价观点：在全球碳中和趋势下，石油的绿色溢价开始显现。在页岩油供给弹性削弱的背景下，OPEC 话语权更为强势，也更容易通过对产量配额的精准调控把油价维持在相对高位。我们维持今年油价中枢 60-70 美金/桶的判断，6 月份美国欧洲疫苗推进拉动出行旺季需求下，**油价阶段性突破 70 美金迈向 80 美金水平具有合理性**。后续需继续观察伊核协议进展和页岩油的资本开支动态。

图 2: IEA 全球原油供需平衡分析 (单位: 百万桶/天)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

图 3: OECD 石油库存 (单位: 百万桶)

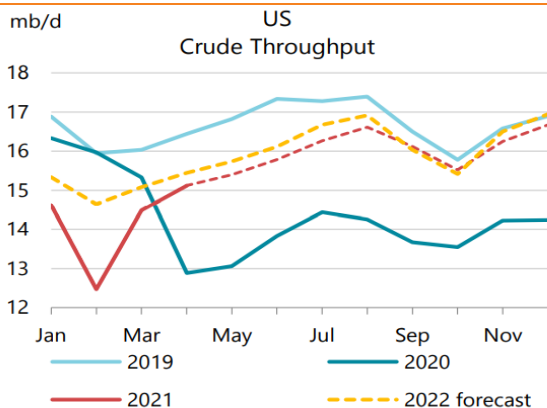


资料来源: IEA, 天风证券研究所

3. 中游化工景气阶段性回调

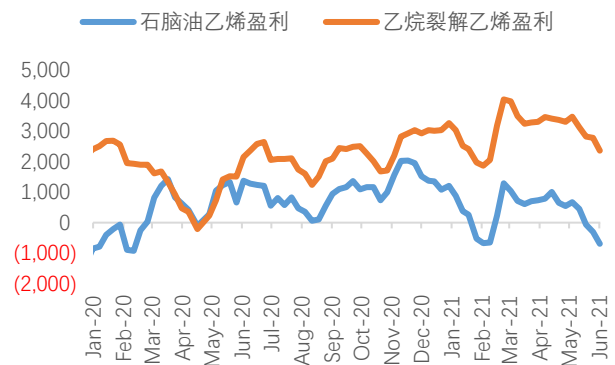
化工品尤其是烯烃，当前阶段盈利受到双向挤压。海外复工复产，美国和欧洲炼厂开工率快速回升，一方面拉动原油需求和原油价格，另一方面增加烯烃供给。

图 4: 美国炼厂开工率回升 (单位: 百万桶/填)



资料来源: IEA, 天风证券研究所

图 5: 乙烯盈利回调 (单位: 元/吨)



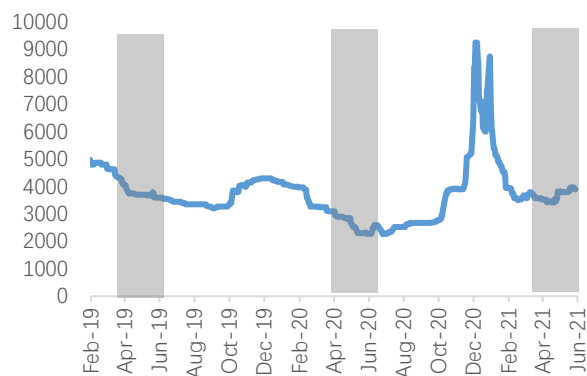
资料来源: wind, 彭博, 天风证券研究所

4. 天然气: Q2 淡季不淡, LNG 价格或持续中高位运行

国内 LNG 价格夏季淡季维持在近 4000 元/吨的中高水平; 海外 LNG 价格 (亚太市场价 JKM) 处在 10 美金/百万英热的高位。主要是受到需求复苏 (中国一季度天然气需求同比 +14%) 拉动, 以及美国 LNG 出口终端产能瓶颈限制。

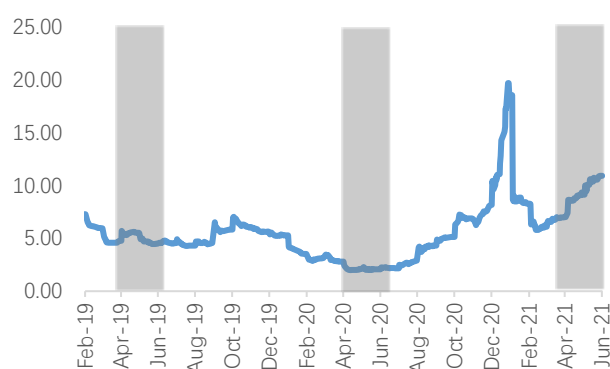
详见报告 20210523 《能源专题: 天然气淡季暴涨的启示》。

图 6：国内 LNG 价格（上海市场价，元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：国际 LNG 价格（日韩市场价，美金/mmbtu）



资料来源：彭博，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) 油价大涨导致宏观通胀压力凸显的风险；
- 2) 伊朗产量释放快于预期的风险；
- 3) 烯烃下滑幅度超过预期的风险。

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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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