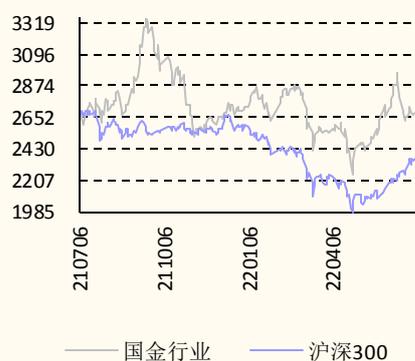


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金石油化工指数	2701
沪深300指数	4490
上证指数	3404
深证成指	12973
中小板综指	13070



相关报告

1. 《海外出行需求走弱了? -油价专题》, 2022.7.1
2. 《美国原油增产空间多大? -油价专题》, 2022.6.30
3. 《出行需求有被高油价压制么? -油价专题》, 2022.6.26
4. 《油企大跌后估值探析! -油气行业专题》, 2022.6.22
5. 《油价拐点到了? -油价专题》, 2022.6.18

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004
chenlvtou@gjzq.com.cn

油价暴跌发生了啥?

行业观点

根据我们的测算,当前油价跌幅或隐含市场对于出行需求预期环比下滑约超6%,至2021年欧美处于较严格疫情管控阶段的水平,我们认为市场这一预期或过于悲观。在强烈衰退预期的影响下,7月5日brent原油价格从113.8美元暴跌至103.8美元,跌幅达到9.7%(截止7月6日北京时间0点)。考虑到7月5日当天沙特上调8月份原油官方售价2.8-3.5美元/桶,显示主要产油国对暑期需求旺季原油实物供求偏紧的信心,此后油价则出现暴跌,我们认为当前原油市场进入基本面依旧处于季节性旺季和预期严重衰退的博弈当中。

- 当前油价跌幅隐藏多大幅度的衰退预期?考虑到美国原油总库存同油价的高度相关性,按照当前的油价跌幅,我们认为在市场对海外经济衰退的预期下,市场认为3季度出行需求旺季或出现超20万桶/日的库存累库,而今年年初以来的原油库存去化约56万桶/日。
- 当前对衰退的预期或过于悲观:考虑到出行需求占原油消费结构的65%左右,根据我们的测算,当前市场对衰退预期的定价,隐含对于接下来出行旺季期间出行需求的预期较5月下降或超6%。这一体量的出行需求下滑,根据我们的出行指数监测,将降至2021年的同期疫情管控较为严格时期的需求水平,我们认为市场当前对于衰退预期带来的原油需求下滑或过于悲观。
- 当前各主要经济体出行指数趋势稳定:最新一周美国出行强度确实出现小幅回落,但欧洲重点国家以及东南亚各主要国家出行强度持续维持较为强势增长趋势,仅考虑周度数据的话,美国和其他国家出行需求出现一定程度的分化。我们认为,从全球总体来看,海外大多数经济体出行强度持续维持高位推动油品消费维持旺盛,伴随油品终端消费进入旺季,各类油品供需持续维持紧平衡状态大趋势未变。

投资建议

- 行业策略:由于海外出行活跃度持续维持高位,当前原油基本面稳定,市场对于经济衰退预期或过于悲观,我们维持石油化工行业“买入”评级。
- 相关标的:我们建议关注油品上涨受益上下游标的(1)原油价格上涨受益的上游资产标的:中国海油,中国石油;(2)各类油品价格上涨受益的中下游炼化标的:恒力石化,荣盛石化,恒逸石化。

风险提示

- (1)成品油价格维持高位导致炼厂产能增加;(2)地缘政治扰乱全球原油市场;(3)疫情爆发扰乱需求;(4)美联储加息或抑制终端需求;(5)项目建设不及预期风险;(6)卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响的风险;(7)其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险。

内容目录

1、原油基本面稳定，市场当前需求下滑预期或过于悲观.....	3
1.1、当前油价跌幅隐藏多大幅度的衰退预期?	4
1.2、当前对衰退的预期或过于悲观.....	6
2、风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美元指数已达 20 年以来新高.....	3
图表 2: 沙特上调对亚洲销售油价.....	3
图表 3: 沙特上调对地中海销售油价.....	4
图表 4: 沙特上调对西北欧销售油价.....	4
图表 5: 美国原油库存及原油价格.....	5
图表 6: 美国原油库存及原油价格相关性.....	5
图表 7: 全球出行相关原油不同景气度消费量 (百万桶/天)	6
图表 8: 美国油品消费结构 (按行业分类).....	6
图表 9: 欧洲油品消费结构 (按行业分类).....	6
图表 10: 出行指数-美国.....	7
图表 11: 出行指数-英国.....	7
图表 12: 出行指数-德国.....	7
图表 13: 出行指数-法国.....	7
图表 14: 出行指数-意大利.....	7
图表 15: 出行指数-西班牙.....	7

1、原油基本面稳定，市场当前需求下滑预期或过于悲观

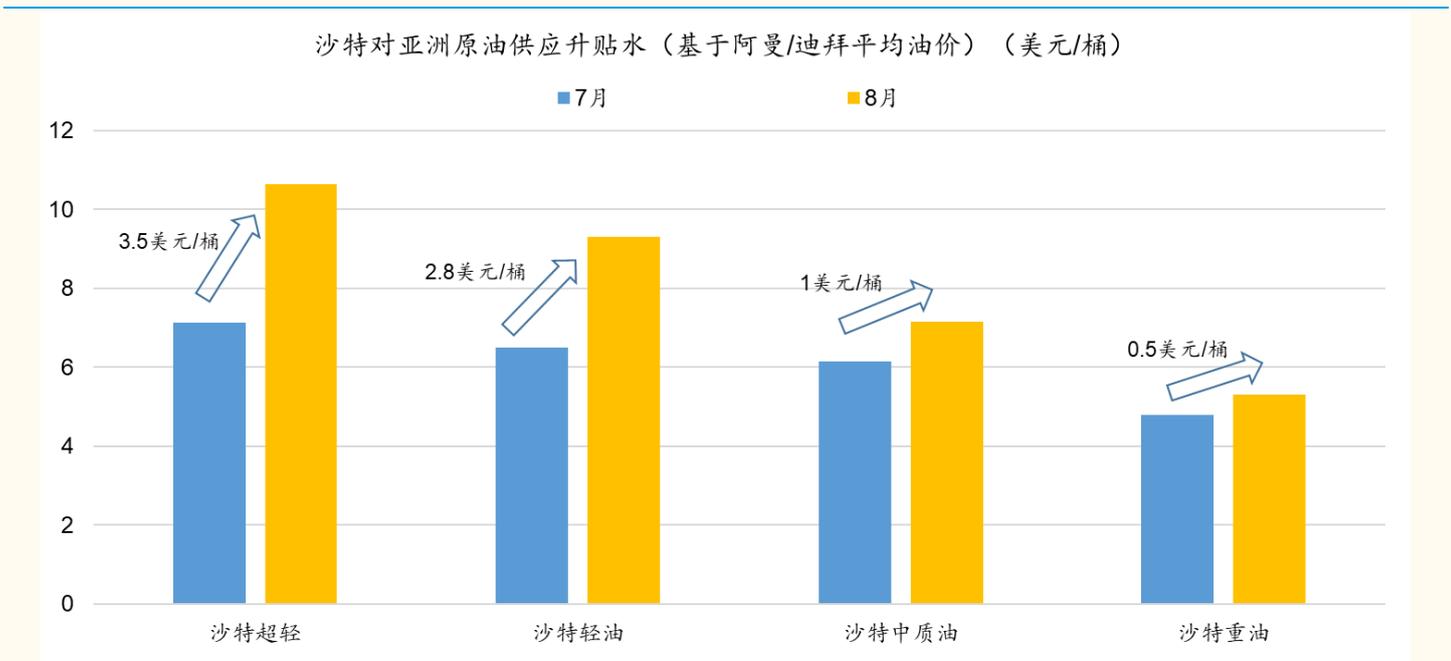
在强烈衰退预期的影响下，7月5日brent原油价格从113.8美元/桶暴跌至103.8美元/桶，跌幅达到9.7%（截止7月6日北京时间0点）。考虑到7月5日当天沙特上调8月份原油官方售价2.8-3.5美元/桶，显示主要产油国对暑期需求旺季原油实物供求偏紧的信心，此后油价则出现暴跌，我们认为当前原油市场进入基本面依旧处于季节性旺季和预期严重衰退的博弈当中。

图表 1：美元指数已达 20 年以来新高



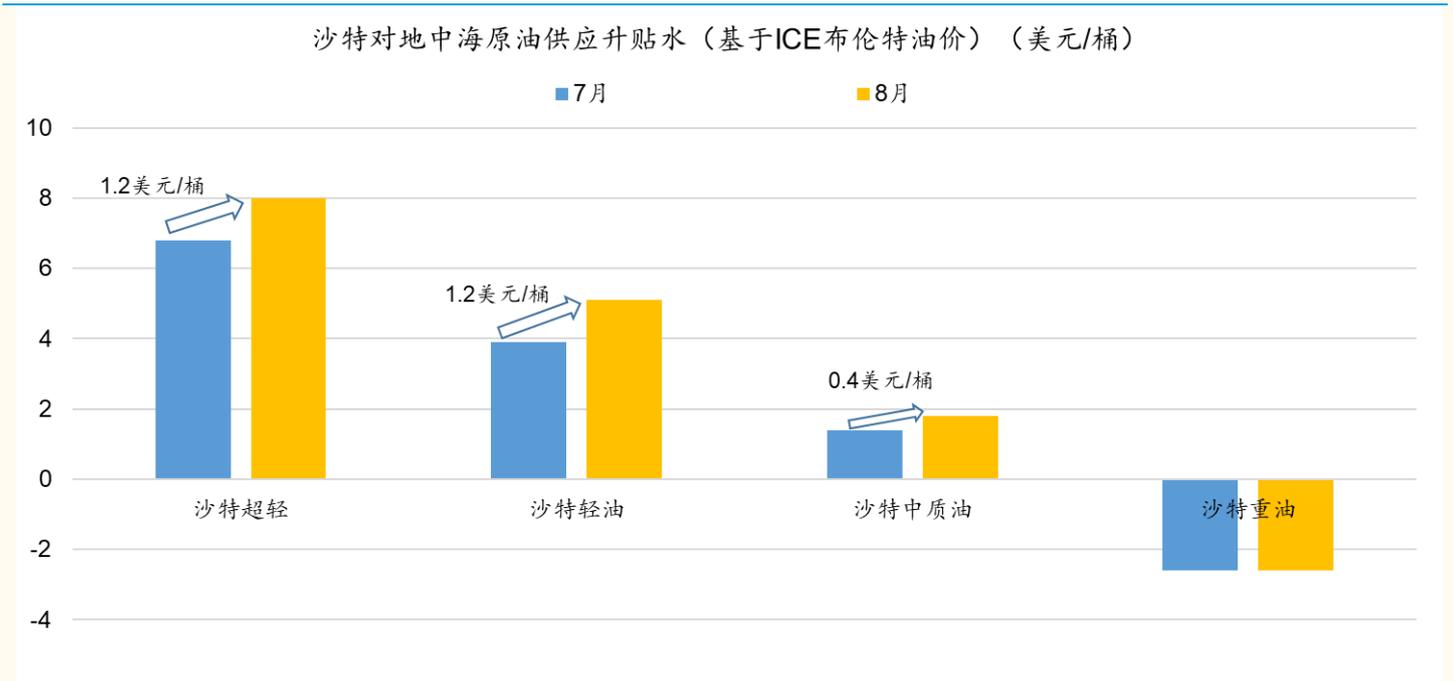
来源：WIND，国金证券研究所

图表 2：沙特上调对亚洲销售油价



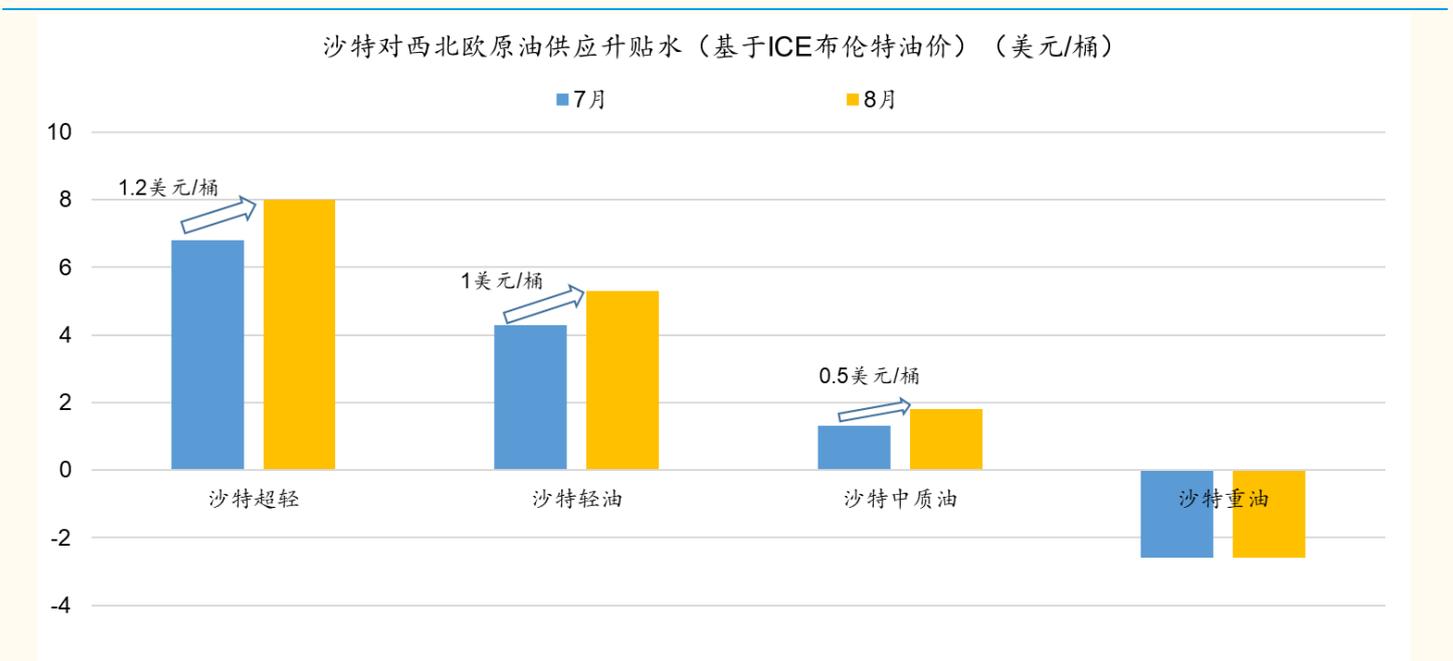
来源：REFINITIV，国金证券研究所

图表 3: 沙特上调对地中海销售油价



来源: REFINITIV, 国金证券研究所

图表 4: 沙特上调对西北欧销售油价



来源: REFINITIV, 国金证券研究所

1.1、当前油价跌幅隐藏多大幅度的衰退预期？

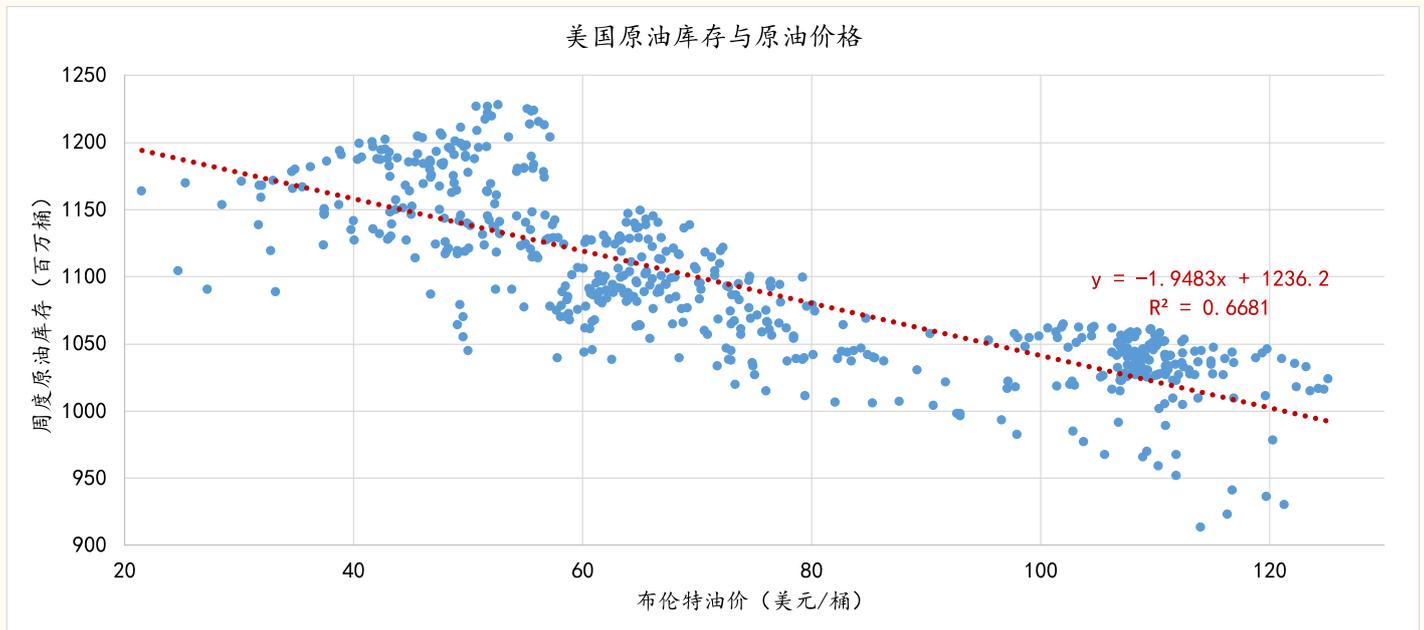
考虑到美国原油总库存同油价的高度相关性，按照当前的油价跌幅，我们认为在市场对海外经济衰退的预期下，市场认为 3 季度出行需求旺季或出现超 20 万桶/日（从年初去库节奏和油价涨幅进行进行类比测算，油价下降 10 美元/桶或增加 190-200 万桶原油库存）的库存累库，而今年年初以来的原油库存去化约 56 万桶/日。

图表 5: 美国原油库存及原油价格



来源: EIA, WIND, 国金证券研究所

图表 6: 美国原油库存及原油价格相关性

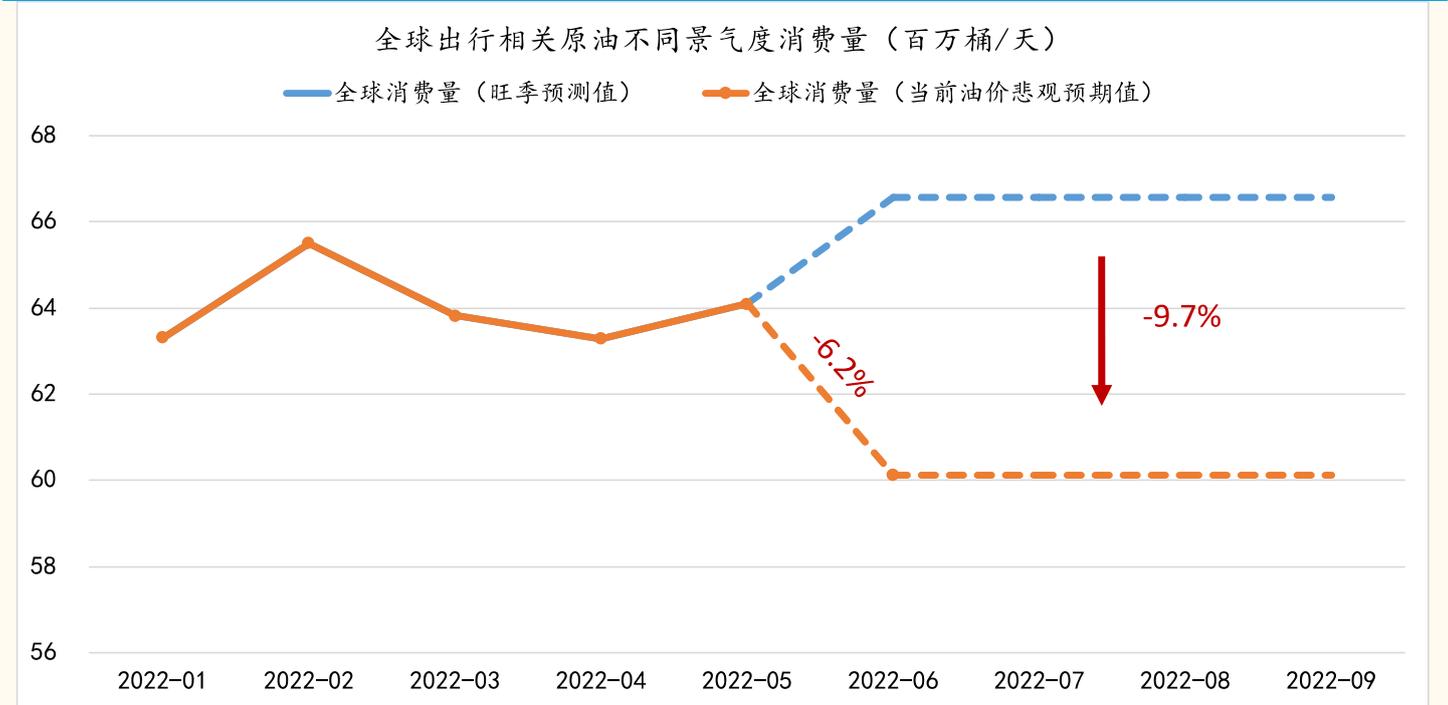


来源: EIA, WIND, 国金证券研究所

1.2、当前对衰退的预期或过于悲观

考虑到出行需求占原油消费结构的 65%左右，根据我们的测算，当前市场对衰退预期的定价，隐含对于接下来出行旺季期间出行需求的预期较 5 月下降或超 6%。

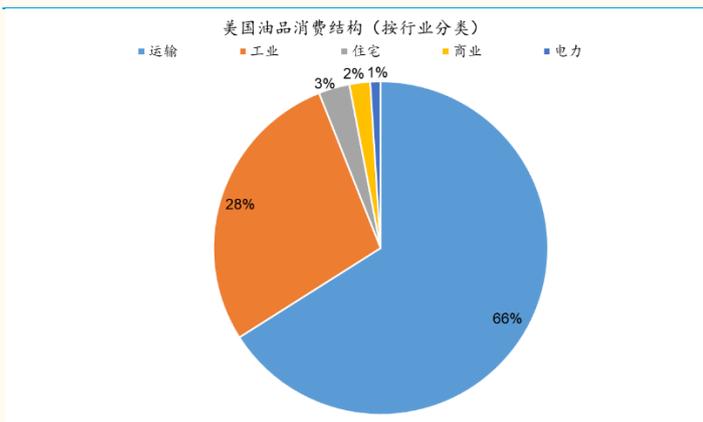
图表 7: 全球出行相关原油不同景气度消费量 (百万桶/天)



来源: EIA, WIND, 国金证券研究所

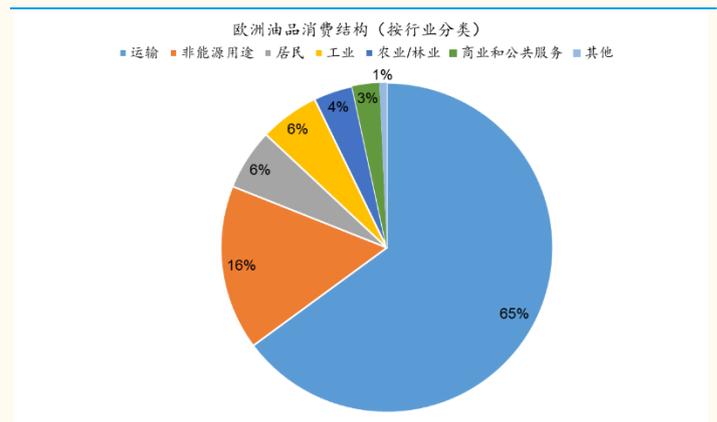
这一体量的出行需求下滑，根据我们的出行指数监测，将降至 2021 年的同期疫情管控较为严格时期的需求水平，我们认为市场当前对于衰退预期带来的原油需求下滑或过于悲观。

图表 8: 美国油品消费结构 (按行业分类)



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 9: 欧洲油品消费结构 (按行业分类)



来源: IEA, 国金证券研究所

我们通过对欧美以及东南亚重点国家出行强度数据的最新高频追踪发现：最新一周美国出行强度确实出现小幅回落，但欧洲重点国家以及东南亚各主要国家出行强度持续维持较为强势增长趋势，仅考虑周度数据的话，美国和其他国家出行需求出现一定程度的分化。我们认为，从全球总体来看，海外大多数经济体出行强度持续维持高位推动油品消费维持旺盛，伴随油品终端消费进入

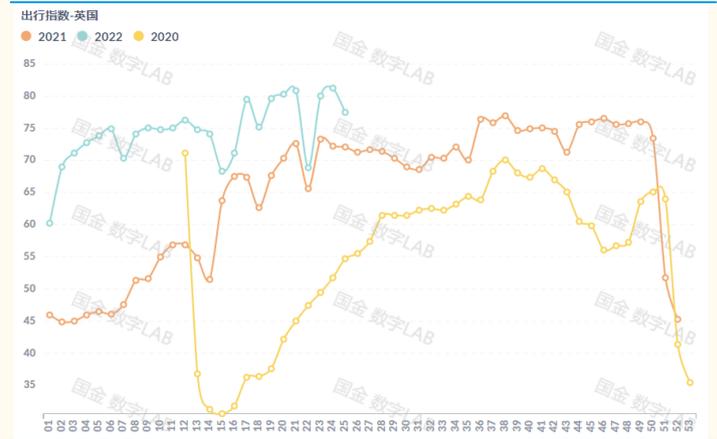
旺季，各类油品供需持续维持紧平衡状态大趋势未变。

图表 10: 出行指数-美国



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 11: 出行指数-英国



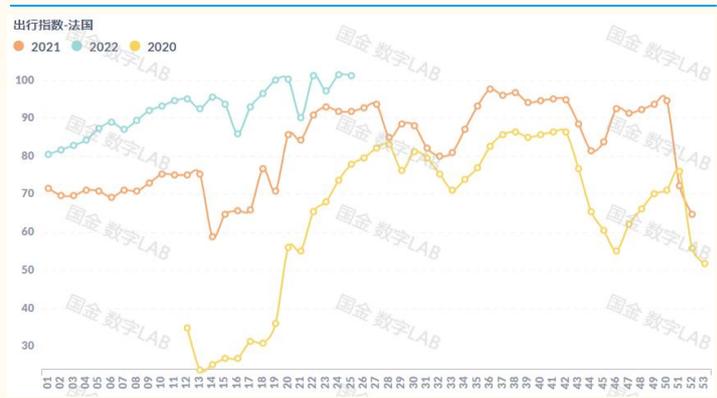
来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 12: 出行指数-德国



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 13: 出行指数-法国



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 14: 出行指数-意大利



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

图表 15: 出行指数-西班牙



来源：国金数字未来 LAB，国金证券研究所

2、风险提示

- 1、成品油价格维持高位导致炼厂产能增加：如果原油价格持续维持高位，已有炼厂的关停时间可能会延后，规划炼厂的开工时间可能会提前，也可能会有更多的新规划炼厂。
- 2、地缘政治扰乱全球原油市场：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场。
- 3、疫情爆发扰乱需求：当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性。
- 4、美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 5、项目建设不及预期风险：炼化项目从审批到建设，再到最终投产需要经历数年，期间可能会因出现意外导致项目建设进度放缓；
- 6、卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。
- 7、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 8、模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402