



中信证券
CITIC SECURITIES

预计全年 Brent 中枢 45 美元/桶， 看好中长期油价持续回升

国际油价 2020 年中期策略专题 | 2020.6.8

中信证券研究部

核心观点



黄莉莉
首席石油石化
分析师
S1010510120048



联系人：王佩坚

维持 2020 年 Brent 中枢 45 美元/桶的预测。假设欧美疫情不出现反复，随着需求持续复苏，预计持续去库周期有望于 6-7 月启动，推动下半年油价持续回升，年底 Brent 有望回升至 50 美元/桶区间，坚定看好未来 1-2 年油价回升至 60 美元/桶以上。中长期油价持续回升周期关注低成本油企龙头中国海洋石油（H）、推荐油服龙头中海油服，聚酯、烯烃龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化，以及炼化龙头中国石化（H）、上海石化（H）。

■ **油价：需求主导上半年油价走势。**2020 年 1 月下旬以来，国内、海外 Covid-19 疫情相继爆发，经济受损和防控措施导致短期内需求大幅锐减，是本轮国际油价重回底部的根本原因。随着国内消费基本恢复正常，欧美陆续复工，全球原油需求进入回升周期，市场情绪大幅回暖，推动 4 月下旬以来油价持续回升，目前 Brent 油价已处于 40 美元/桶的完全成本区间。

■ **需求：至暗时刻已过，需求有望持续恢复，中性假设下 2020 年需求同比-855 万桶/天。**我们测算 2 月国内疫情高峰期原油需求同比减少 20%~25%，中枢约合 330 万桶/天。我们认为海外疫情的严重程度、持续时间和恢复周期均超过国内，目前欧美国家需求已逐步恢复，但巴西、印度等国受损仍严重，假设欧美疫情不出现反复，全球需求将持续恢复，我们预测 Q3、Q4、全年原油需求同比-751、-226、-855 万桶/天，其中国内、海外需求缩减分别集中于一、二季度。

■ **供应：OPEC+继续扩大减产，持续关注产油国减产情况，中性假设下 2020 年供应同比-665 万桶/天，主要集中在下半年。**6 月 6 日 OPEC+决定延长 970 万桶/天的减产额度至 7 月，且 5-6 月减产未达标国家将于 7-9 月额外减产作为弥补，沙特等国 6 月计划扩大减产 118 万桶/天。美国原油产量已降至 1120 万桶/天，此前加拿大、挪威、巴西等国也表态将削减产量。若 OPEC+自 5 月起 100% 减产，叠加 OPEC 国家的 NGL 和美国等非 OPEC+国家的减产，中性假设下，我们预测下半年、全年全球原油（和 NGL）产量同比-1040、-665 万桶/天。

■ **风险因素：**海外疫情出现反复；产油国减产不及预期；中美争端加剧；全球经济及金融系统性风险爆发。

■ **投资策略：**目前油价已接近 40 美元/桶的完全成本区间，随着产油国减产的持续推进，假设欧美疫情不出现反复，随着需求持续复苏，预计持续去库周期有望于 6-7 月启动，推动下半年油价持续回升，年底 Brent 有望回升至 50 美元/桶区间，维持全年布油中枢 45 美元/桶的预测。长期油价上行趋势明确，看好未来 2~3 年内布油中枢回升至 60~70 美元/桶区间。中长期油价持续回升周期重点关注低成本油企龙头中国海洋石油（H）、推荐油服龙头中海油服，聚酯、烯烃龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化，以及炼化龙头中国石化（H）、上海石化（H）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
中国海洋石油(H)	8.54	1.37	0.73	0.96	6	12	9	
中海油服	13.37	0.52	0.82	0.93	26	16	14	增持
中海油服(H)	7.01	0.52	0.82	0.93	13	9	8	买入
恒力石化	14.46	1.44	1.55	1.74	10	9	8	买入
桐昆股份	12.73	1.57	1.74	1.99	8	7	6	买入
卫星石化	14.56	1.2	1.48	2.92	12	10	5	买入
中国石化	4.23	0.48	0.25	0.41	9	17	10	买入
中国石化(H)	3.29	0.48	0.25	0.41	7	13	8	买入
上海石化	3.67	0.21	0.12	0.19	17	31	19	增持
上海石化(H)	1.87	0.21	0.12	0.19	9	16	10	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 6 月 5 日收盘价，港股股价单位为人民币元，中国海洋石油（H）EPS 预测采用 Wind 一致预期

目录

回顾：需求主导上半年油价走势	1
需求：至暗时刻已过，需求已进入复苏周期	2
对比国内，预计疫情导致的全球需求降幅峰值在 25%左右	2
全球需求整体已进入复苏周期，推动市场信心大幅回暖	6
供应：OPEC+延长减产协议，基本面加速改善	7
财政库存双重压力导致产油国无法承受较长时间的低油价	7
伊朗等三国产量仍处低位，预计全年同比-167 万桶/天	8
OPEC+计划 6 月扩大减产，预计全年同比-374 万桶/天（除伊朗 3 国）	8
其他非 OPEC+国家预计 2020 年同比-124 万桶/天	10
油价：维持全年 Brent 中枢 45 美元/桶的预测，看好中长期油价持续回升	13
基本假设：需求持续恢复，供应端关注减产情况	13
油价展望：短期疫情压制油价，Q2 有望开启中长期回升周期	14
风险因素	15

插图目录

图 1：2020 年油价走势及主要驱动因素	1
图 2：4 月 20 日 WTI 各期合约收盘价格	2
图 3：WTI 持仓变化	2
图 4：2019 年国内原油需求结构	3
图 5：2019 年国内成品油结构	3
图 6：2019 年交通运输消费占国内汽、柴、煤油消费的比例	3
图 7：2020 春运（1.10-2.18）全国旅客流量相对 2019 变化	3
图 8：国内 2020 年原油需求同比预测	3
图 9：韩国累计确诊与新增确诊病例数	4
图 10：日本累计确诊与新增确诊病例数	4
图 11：欧洲主要国家累计确诊病例数	4
图 12：欧洲主要国家新增病例数	4
图 13：美国累计确诊和新增确诊病例数	5
图 14：海外国家新增确诊病例数	5
图 15：各机构预测的 20、21 年需求同比变化	5
图 16：预计 2020 年全球原油需求同比变化	5
图 17：山东地炼库存	6
图 18：国内炼厂总开工率及山东地炼开工率	6
图 19：美国炼厂净消费量及炼厂开工率	6
图 20：美国商业原油库存	6
图 21：美国成品油库存	7
图 22：WTI 持仓变化	7
图 23：全球原油产能对应的完全成本	7

图 24: 美国页岩油企偿债能力与油价密切相关	7
图 25: 伊朗等三国原油产量	8
图 26: 伊朗等三国原油产量同比预测	8
图 27: OPEC+国家原油出口	9
图 28: 伊朗等三国原油产量	9
图 29: 2020 年 OPEC+100%减产后的产量同比变动	9
图 30: 美国原油产量	10
图 31: 美国页岩油产量环比变化	10
图 32: Rystad 预测美国产量将在 6-10 月达到底部	11
图 33: 非 OPEC+产量同比变化预测	11
图 34: 标普 500 指数波动率 (VIX) 和 WTI 原油 ETF 波动率	11
图 35: Brent 原油月差	11
图 36: Brent 原油持仓变化	12
图 37: WTI 原油持仓变化	12
图 38: WTI 油价及美元指数	12
图 39: WTI 油价及美元 10 年期国债收益率	12
图 40: 不同情景下 2020 年原油供需及 Brent 油价中枢预测	14
图 41: 中性假设下 2020 年原油供需平衡及 Brent 油价走势预测	14
图 42: 2021-25 年全球原油供需相对 2019 年变动及 Brent 油价预测	15

表格目录

表 1: 2020 年原油供应端三种不同情景假设	13
--------------------------------	----

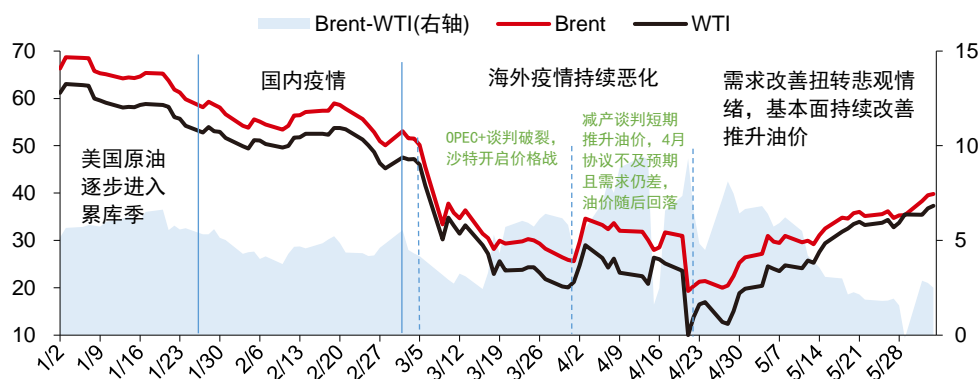
回顾：需求主导上半年油价走势

美伊冲突导致年初油价冲高，累库预期下 1 月中下旬油价持续回落。自 2019 年 12 月起，美军与伊拉克境内的亲伊朗武装冲突不断，持续推升油价，1 月 8 日伊朗以数十枚导弹袭击美国在伊拉克的阿萨德空军基地，Brent、WTI 冲高至 71.75、65.65 美元/桶，创 2019 年 6 月以来新高。1 月 24 日美国进入原油累库季，累库预期导致油价自 1 月中旬以来持续回落，叠加 1 月下旬国内 Covid-19 疫情爆发，1 月 31 日 Brent、WTI 油价收结 56.66、51.63 美元/桶，较 19 年 12 月底分别-9.34（-14.15%）、-9.43（-15.44%）美元/桶。

国内外疫情支配 2 月油价震荡。国内 COVID-19 疫情导致 1 月下旬至 2 月国内需求严重受损，2 月上旬油价延续 1 月底下跌走势。2 月中旬，国内疫情总案例数逐渐由增转减，疫情局势出现积极变化，需求逐渐恢复，2 月 10 日-20 日油价出现阶段性回升。2 月下旬海外疫情开始扩散，多国出现确诊病例引发市场对全球经济增长和原油需求担忧，油价再次步入下跌通道。

3 月 6 日 OPEC+会议减产谈判破裂，叠加海外疫情致油价重回底部。3 月 5-6 日 OPEC+会议减产谈判无果而终，消息引发市场恐慌，3 月 7 日沙特单方面宣布增产降价，掀起价格战，3 月 9 日 Brent、WTI 原油单日最大跌幅均超 30%，重回 30 美元/桶附近。随着海外疫情的持续恶化，3 月油价整体持续下跌，3 月 31 日 Brent、WTI 收报 25.92、20.10 美元/桶，较 2 月底分别-24.17（-48.25%）、-25.16（-55.59%）美元/桶，较年初分别-40.42（-60.93%）、-41.08（-67.15%）美元/桶。

图 1：2020 年油价走势及主要驱动因素

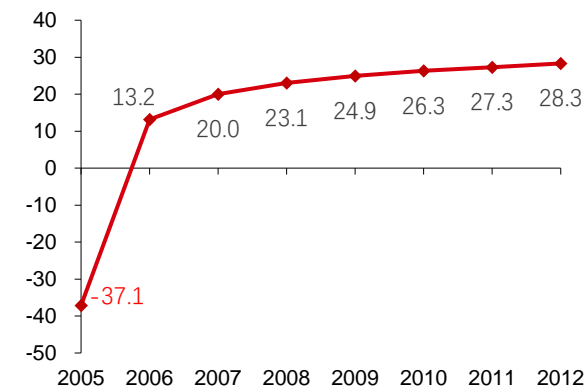


资料来源：Wind，中信证券研究部

4 月产油国达成减产协议，但累库现实压力导致月中油价持续回落，4 月 20 日 WTI05 合约负油价收盘创历史记录。3 月底以来主要产油国多次表态释放积极信号，减产谈判预期导致油价冲高，4 月 8 日 Brent、WTI 油价分别为 33.64、26.14 美元/桶，较 3 月 31 日分别+7.72（+29.78%）、+6.04（+30.05%）美元/桶。4 月 9 日 OPEC+ 达成历史性减产协议，市场主导因素从消息/情绪面回归到基本面，由于减产自 5 月才开始，且短期内减产幅

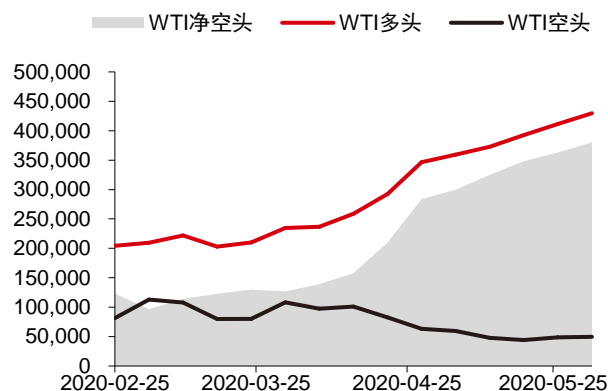
度仍不足以对冲需求缩减，全球库容接近饱和，导致 4 月 20 日 WTI05 合约出现空逼多现象，当日收报-37 美元/桶，单日跌幅超 300%，创下 WTI 期货有史以来首个负收盘价。

图 2：4 月 20 日 WTI 各期合约收盘价格（美元/桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：WTI 持仓变化（单位：手，每手为 1000 桶）



资料来源：Wind，中信证券研究部

4 月下旬以来需求复苏推动市场情绪大幅回暖，逐步推升油价。4 月国内原油加工量同比、环比+175、+381 万吨，5 月 14 日炼厂开工率升至 78.66%，环比+10%，高于近 5 年同期。同时欧洲主要国家、美国 90%以上的州已陆续复工，5 月美国原油累库放缓，炼厂开工率缓慢回升，需求进入复苏周期，市场情绪大幅回暖，持续推升油价。6 月 2 日 Brent、WTI 净多持仓相比 4 月 14 日+53.8%、141.0%。截止 6 月 3 日，Brent、WTI 收盘结算价报 39.79、37.29 美元/桶，较 4 月 21 日年内低点分别+20.46(105.85%)、+27.28(272.53%) 美元/桶。

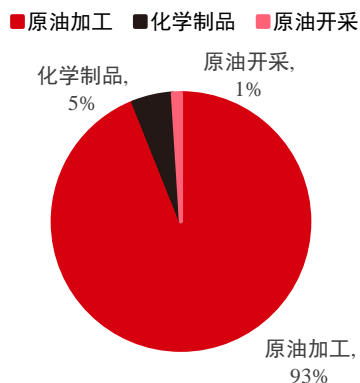
展望 2020 年下半年，我们认为库存将成为表征油价走势的核心变量。需求和市场情绪的双重复苏推动下，当前油价已回升至 40 美元/桶左右的完全成本区间，鉴于油品总库存仍在不断累积，短期内油价不具备大幅上涨的基础，油价进一步回升需要库存压力解除。随着 OPEC+的持续减产和全球需求的逐步复苏，我们预计下半年油品库存将成为影响油价走势的核心变量。

需求：至暗时刻已过，需求已进入复苏周期

对比国内，预计疫情导致的全球需求降幅峰值在 25%左右

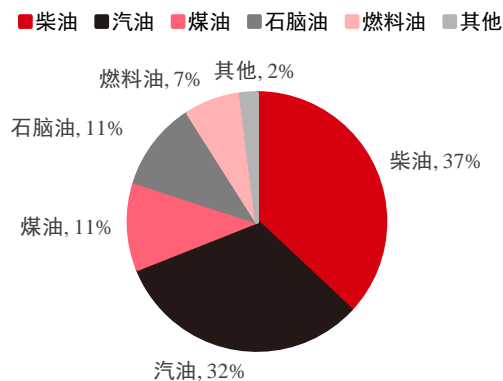
疫情峰期国内原油需求同比减少 20%-25%，约合 330 万桶/天。历史数据来看，交通运输消费约占国内原油需求总量的 41.5%，2020 年春运期间（1 月 10 日至 2 月 18 日）全国旅客流量同比下降 50.3%，对应同期国内原油消费同比下降 20%左右。同时，疫情导致 2-3 月国内炼厂开工率下滑，考虑化工需求的减少，我们测算国内原油需求同比减少 20%-25%，约合 291-364 万桶/天，中枢约为 330 万桶/天，IEA/OPEC/EIA 最新预测 2 月国内需求同比-360/-320/-326 万桶/天。

图 4：2019 年国内原油需求结构



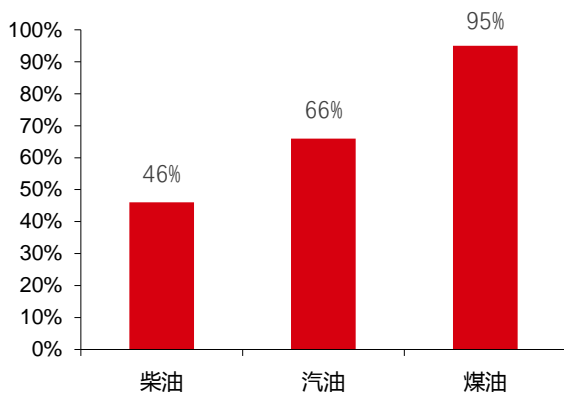
资料来源：国家统计局，卓创资讯，中信证券研究部

图 5：2019 年国内成品油结构



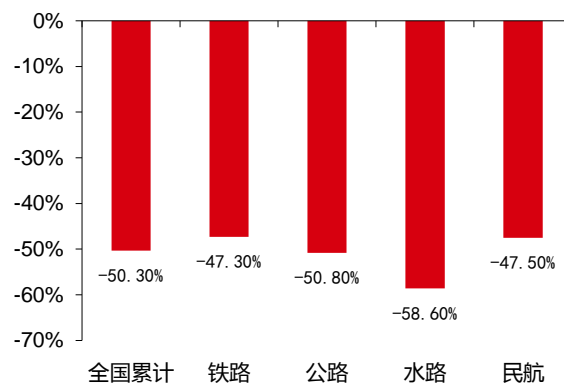
资料来源：国家统计局，卓创资讯，中信证券研究部

图 6：2019 年交通运输消费占国内汽、柴、煤油消费的比例



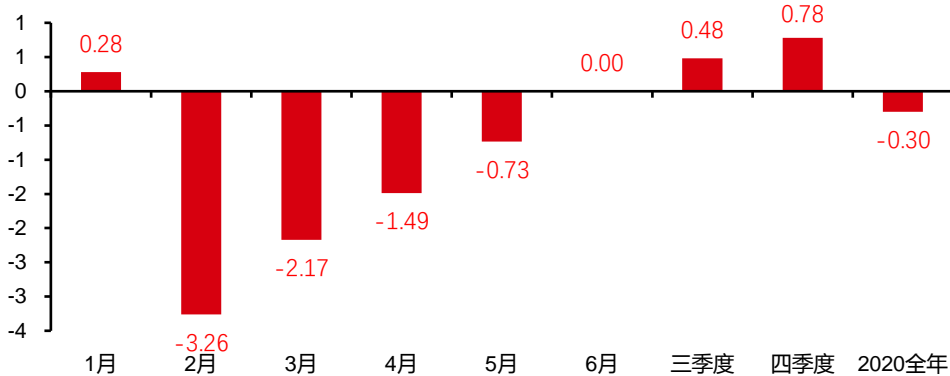
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 7：2020 春运（1.10-2.18）全国旅客流量相对 2019 变化



资料来源：国家交通运输部，经济日报，中信证券研究部

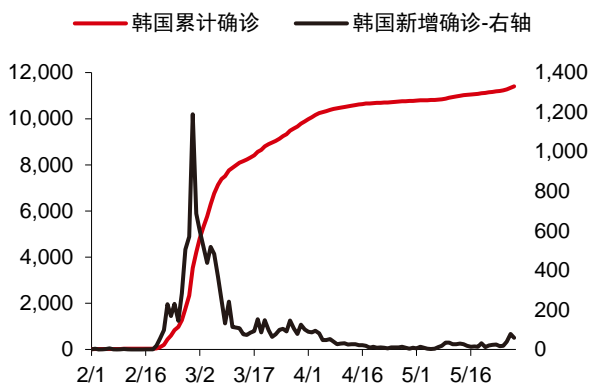
图 8：国内 2020 年原油需求同比预测（百万桶/天）



资料来源：中信证券研究部预测

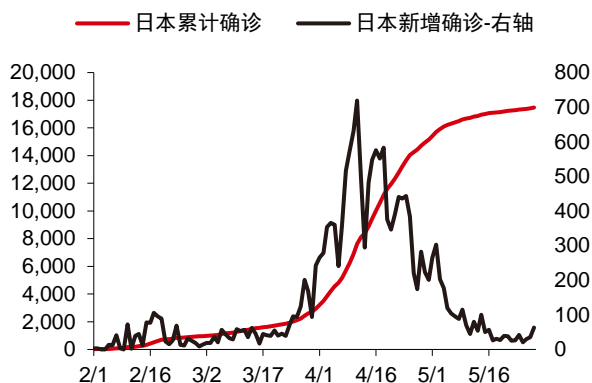
2月下旬起日韩等海外国家疫情爆发，4、5月韩国、日本疫情达到峰值。2月下旬疫情在韩国爆发，2月29日韩国新增确诊到达峰值，此后逐渐回落，4月18日韩国已连续7天单日新增病例少于30例，目前韩国疫情已基本得到控制。日本疫情自3月下旬开始爆发，采取紧急防控措施后，与4月11日达到新增确诊峰值，5月以来累计确诊增长缓慢，5月25日日本政府已正式宣布全面解除紧急事态。

图 9：韩国累计确诊与新增确诊病例数（人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

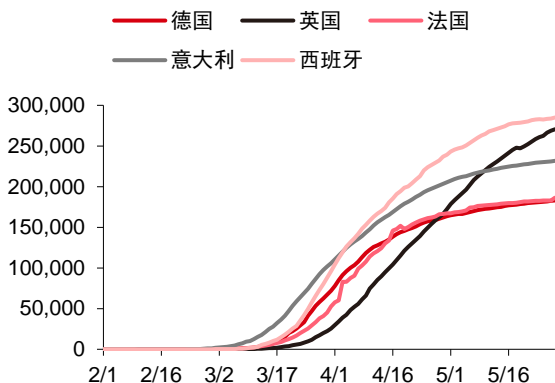
图 10：日本累计确诊与新增确诊病例数（人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

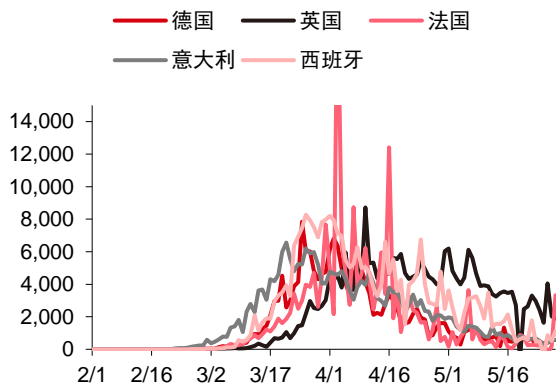
欧美疫情接续爆发，目前欧洲新增确诊已持续回落，美国仍居高不下。截至5月26日，欧洲确诊病例累计超过200万，但目前欧洲疫情防控已见成效，4月以来欧洲国家的新增确诊病例数已陆续开始下降。截至5月28日美国累积确诊数超178万，且美国过去两个月里单日新增确诊数全部破万，目前日新增确诊仍在2万人左右，显著拐点仍未出现。

图 11：欧洲主要国家累计确诊病例数



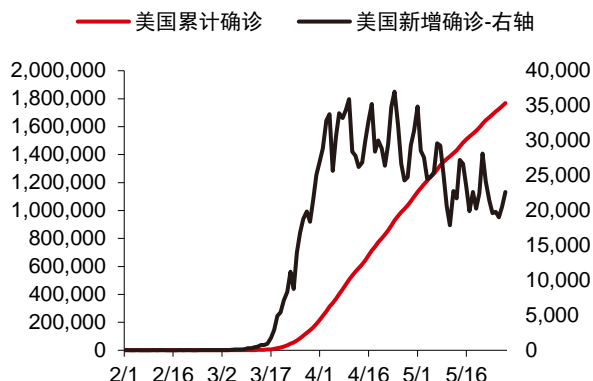
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：欧洲主要国家新增病例数



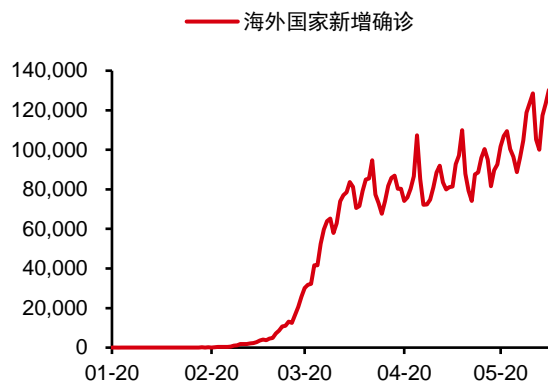
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13: 美国累计确诊和新增确诊病例数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 海外国家新增确诊病例数 (截止 2020 年 6 月 5 日)

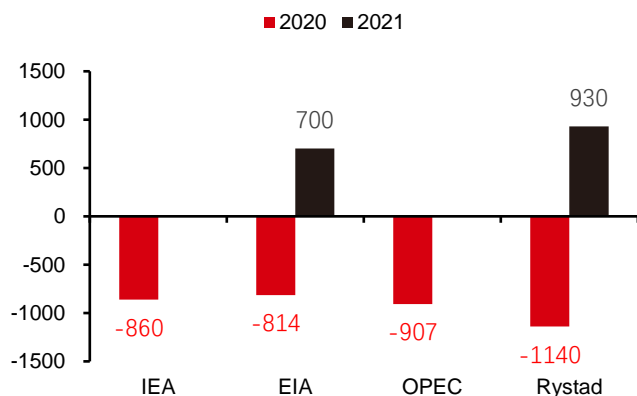


资料来源: Wind, 中信证券研究部

巴西、印度、俄罗斯等国成为第 3 批疫情爆发国家，5-6 月原油需求大幅下降。5 月以来巴西、印度、俄罗斯等国确诊数大幅增长，目前巴西、印度、俄罗斯 3 国单日新增确诊数 5 万左右，仍处峰期。据世界银行数据，2018 年印度总人口约 13.5 亿，接近中国，但印度人口密度约为中国 3 倍，疫情形势不容乐观。据印度石油和天然气部门测算，该国 4 月份燃料需求暴跌约 45.8%至 993 万吨，IEA 在 5 月的报告中预测 2020Q2 印度原油需求同比-130 万桶/天，远超 2020Q1 的同比-18 万桶/天。

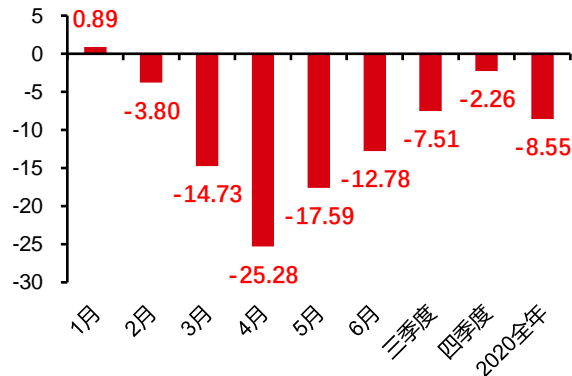
海外国家疫情持续时间和严重程度均超国内，下调二季度、2020 年全球原油需求预测至同比-1855、-855 万桶/天。自 2 月下旬以来，海外国家疫情已持续发酵超 3 个月，目前仅韩国、日本和欧洲部分国家疫情已有明显好转，美国疫情高峰仍未出现，巴西、俄罗斯、印度、印尼等国新增确诊数仍在大幅增长，预计海外疫情持续时间以及疫情得到控制后的恢复时间将远长于国内，疫情后经济活动和原油需求的恢复也将慢于国内。我们维持海外国家陆续达到疫情高峰，伴随陆续复工背景，逐步改善推动需求恢复的观点，下调二季度、2020 年全球原油需求预测至同比-1855、-855 万桶/天。IEA/OPEC/EIA/Rystad Energy 最新预测 2020 年全球需求同比-860/-907/-814/-1140 万桶/天。

图 15: 各机构预测的 20、21 年需求同比变化 (万桶/天)



资料来源: IEA, EIA, OPEC, Rystad Energy, 中信证券研究部

图 16: 预计 2020 年全球原油需求同比变化 (百万桶/天)

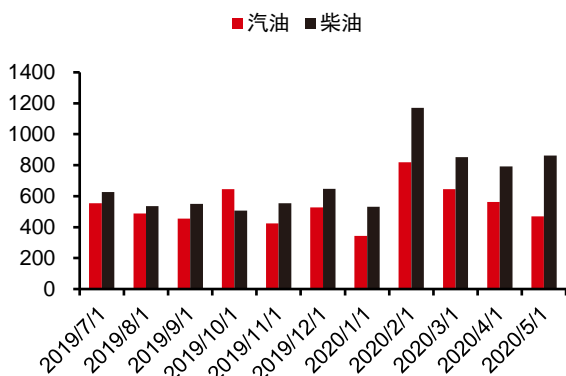


资料来源: 中信证券研究部预测

全球需求整体已进入复苏周期，推动市场信心大幅回暖

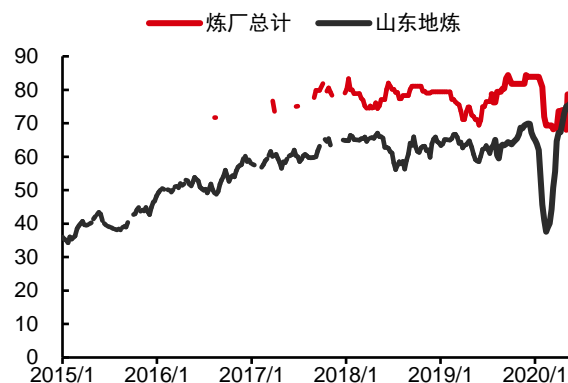
疫情后复工和成品油地板价政策推动国内原油需求迅速恢复。国内自 3 月起陆续复工，叠加 40 美元/桶油价的成品油“地板价”政策导致价差大幅改善，推动 3 月以来原油加工迅速恢复。3、4 月国内原油加工量同比-300、+175 万吨，5 月 14 日国内炼厂总开工率环比+10pct 至 78.66%，并持续至今，已超过 2016-2019 年同期水平，且卓创数据显示 5 月山东地炼汽、柴油延续 3 月以来的去库趋势，汽油库存已低于往年同期，显示国内需求已基本恢复。

图 17：山东地炼库存（千吨）



资料来源：卓创资讯，中信证券研究部

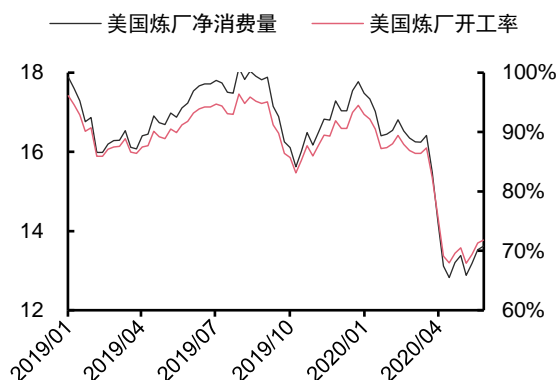
图 18：国内炼厂总开工率及山东地炼开工率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

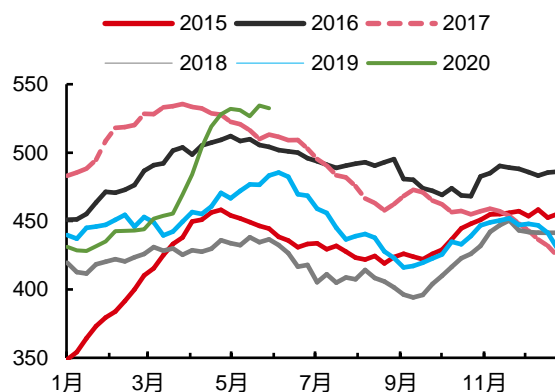
欧美复工推动需求进入复苏阶段，市场情绪大幅回暖。5 月以来欧洲各主要国家、美国各州均已陆续复工，推动需求进入复苏周期。5 月美国商业原油库存未出现明显增加，炼厂开工率回升至 71% 以上。EIA 估计 4 月美国原油需求仅相当于 19 年同期的 70%（-602 万桶/天），6 月将恢复至 85% 左右（-309 万桶/天），年底将恢复至 95% 左右（-110 万桶/天）。

图 19：美国炼厂净消费量（千桶/天）及炼厂开工率



资料来源：EIA，中信证券研究部

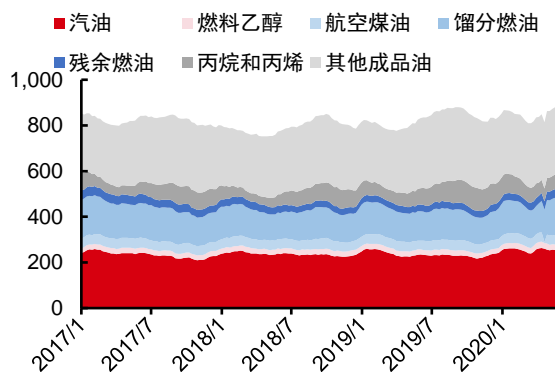
图 20：美国商业原油库存（百万桶）



资料来源：EIA，中信证券研究部

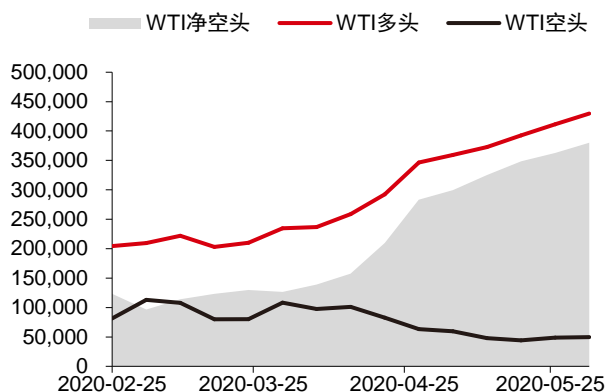
需求复苏推动市场情绪大幅回暖。尽管 5 月 29 日当周美国炼厂开工率 71.8%，环比 +0.5pct，美国商业原油、SPR、成品油库存-208、+402、+1722 万桶，总油品库存+1916 万桶，继续创历史新高，表明需求仍需要很长的恢复周期，仅为边际改善。但疫情初步受控和复工的推动表明需求的至暗时刻已经过去，市场情绪逐步转为乐观，推动油价不断冲高。6 月 2 日 Brent、WTI 净多持仓相比 4 月 14 日+53.8%、+141.0%。

图 21: 美国成品油库存 (百万桶)



资料来源: EIA, 中信证券研究部

图 22: WTI 持仓变化 (单位: 手, 每手为 1000 桶)



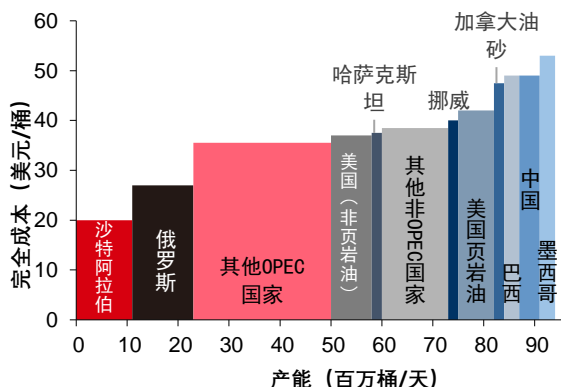
资料来源: EIA, 中信证券研究部

供应: OPEC+延长减产协议, 基本面加速改善

财政库存双重压力导致产油国无法承受较长时间的低油价

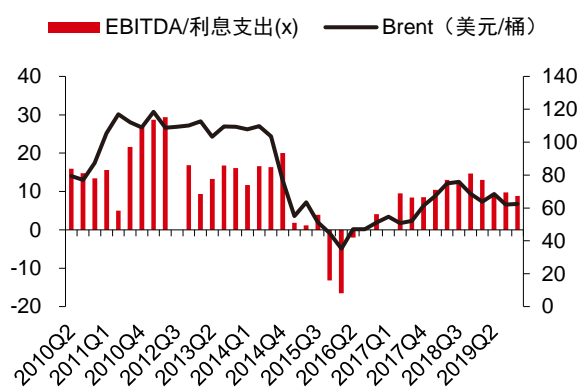
从供应端角度来讲, 财政和库存双重压力导致本轮低油价难以长期持续。30 美元的油价低于全球 80% 产能的完全成本和所有产油国的财政平衡油价, 低油价下页岩油债务风险增加, 且全球原油生产成本下降空间极为有限, 产油国、石油公司财务状况对低油价的承受能力弱于 2014-2016 年。截止 3 月 27 日, 全球原油、成品油剩余库容约 16.25 亿桶, 我们测算 4-5 月仅原油就累库 10.2 亿桶。实际上, 由于库容分布不均, 以及疫情导致运输不畅, 部分国家和地区 (例如最早出现现货负油价的加拿大) 3 月中就已面临库容危机。

图 23: 全球原油产能对应的完全成本



资料来源: EA, OilPrices, 中信证券研究部

图 24: 美国页岩油企偿债能力与油价密切相关

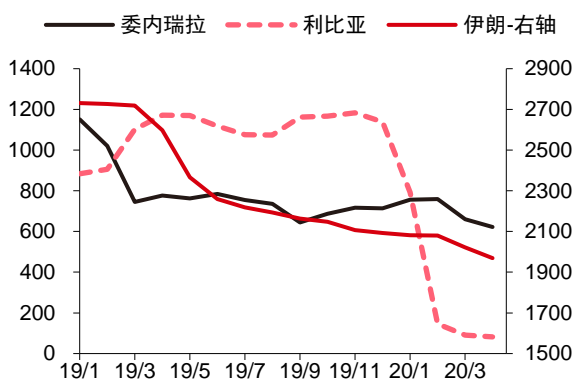


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

伊朗等三国产量仍处低位，预计全年同比-167 万桶/天

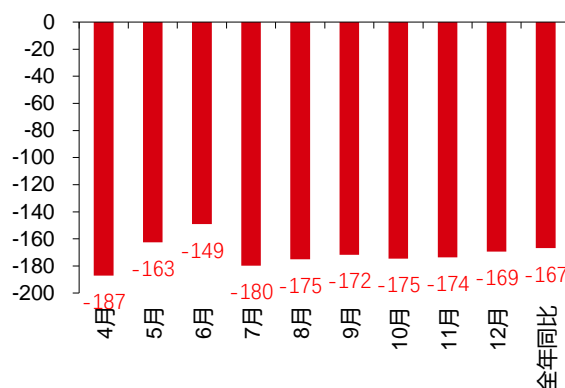
伊朗等三国产量同比持续大幅缩减，利比亚产量在降至 10 万桶/天以下后继续减产。伊朗、委内瑞拉、利比亚三国 4 月产量合计 267.3 万桶/天，同比减产 187 万桶/天，其中利比亚 4 月产量仅 8.2 万桶/天，同比下降 109 万桶/天，环比在 3 月 9.6 万桶/天的极低产量下再次下降 1.4 万桶/天。由于美国对委内瑞拉原油出口的进一步制裁自下半年才开始，假设伊朗、利比亚 5 月至年底产量与 4 月持平，委内瑞拉二季度产量与 4 月持平，下半年受制裁影响大幅削减至 20 万桶/天，则**二季度、2020 全年上述三国产量同比-166、-167.1 万桶/天。**

图 25：伊朗等三国原油产量（千桶/天）



资料来源：OPEC，中信证券研究部

图 26：伊朗等三国原油产量同比预测（万桶/天）



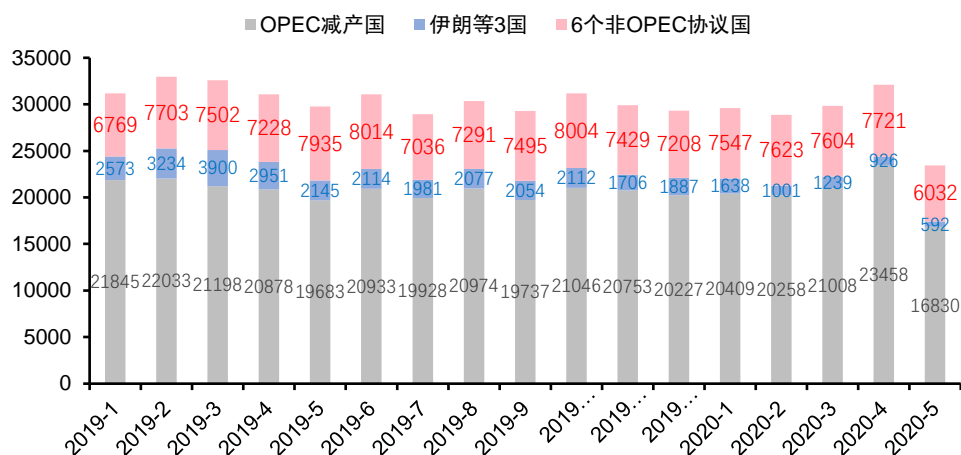
资料来源：中信证券研究部预测 注：4 月份数据来自 OPEC；假设伊朗、利比亚 4 月至年底产量与 4 月持平，委内瑞拉二季度产量与 4 月持平，下半年受制裁影响大幅削减至 20 万桶/天

OPEC+计划 6 月扩大减产，预计全年同比-374 万桶/天（除伊朗 3 国）

4 月 9 日 OPEC+召开紧急会议，历经 4 天谈判，决定自 5 月起减产 970 万桶/天。由于墨西哥在 4 月 9 日会上不同意其 40 万桶/天的减产配额，经过 4 天谈判，OPEC+最终于 4 月 12 日达成 2020 年 5-6 月、2020H2、2021 年至 2022 年 4 月分别减产 970、770、580 万桶/天的协议，5-6 月墨西哥的减产配额由初始的 40 万桶/天降至 10 万桶/天。减产的基准是 2018 年 10 月的石油产量，但沙特和俄罗斯除外，这两个国家的基准均为 1100 万桶/天，伊朗、委内瑞拉和利比亚仍被豁免参与减产。

5 月 OPEC+减产执行情况较好。根据 Eikon 对 OPEC+主要产油国出口油轮的追踪数据，截止 5 月 20 日，OPEC 减产国、6 个非 OPEC 减产国（俄罗斯、墨西哥、阿曼、文莱、马来西亚、苏丹）和伊朗等 3 国出口量合计 2345 万桶/天，同比减少 631 万桶/天。若假设上述国家国内消费下降幅度与出口降幅相当，则对应 5 月 OPEC+减产幅度已达 931 万桶/天，已超出 100%执行减产的产量降幅。航运情报公司 Kpler 在报告中表示，欧佩克+在 5 月份的减产幅度为 860 万桶/日，减产执行率为 89%，仅伊拉克、尼日利亚、安哥拉和阿尔及利亚的执行率未达标。尽管数据存在分歧，但 800 万桶/天以上的减产额度已创下 OPEC+有史以来最大的减产幅度记录。

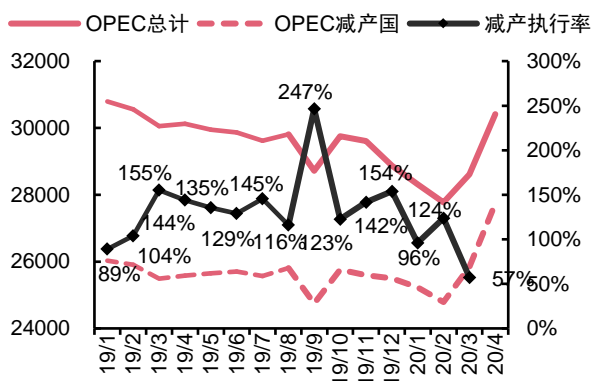
图 27: OPEC+国家原油出口 (千桶/天)



资料来源: Eikon, 中信证券研究部

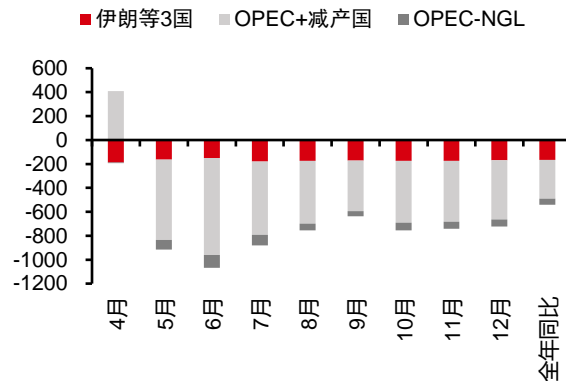
OPEC+ 将于 6 月扩大减产, 并计划将 970 万桶/天的减产额度延长至 7 月。5 月 11 日沙特宣布 6 月自愿额外减产 100 万桶/天, 科威特和阿联酋 6 月将分别额外减产 8 万桶/日和 10 万桶/日。OPEC+ 于 6 月 6 日召开会议, 决定将 970 万桶/天的减产额度延长至 7 月, 且 5-6 月减产未达标的国家于 7-9 月额外减产作为弥补。我们测算, 假如 5-7、8-12 月 OPEC+ 按照 970、770 万桶/天的额度 100% 减产, 且 6 月沙特等 3 国额外减产 118 万桶/天, OPEC 国家的 NGL 产量与原油保持固定比例, 非 OPEC 国家的 NGL 不考虑减产, 则 **OPEC+ 联盟 (包括伊朗等 3 国) 2020 年同比减产 540 万桶/天, 其中 5-12 月同比减产 809 万桶/天。**

图 28: 伊朗等三国原油产量 (千桶/天)



资料来源: OPEC, 中信证券研究部

图 29: 2020 年 OPEC+100% 减产后的产量同比变动 (万桶/天)



资料来源: 中信证券研究部预测 注: 4 月份数据来自 OPEC; 假设 5-7、8-12 月减产额度分别为 970、770 万桶/天, 5-12 月 100% 减产, 且 6 月沙特等 3 国额外减产 118 万桶/天

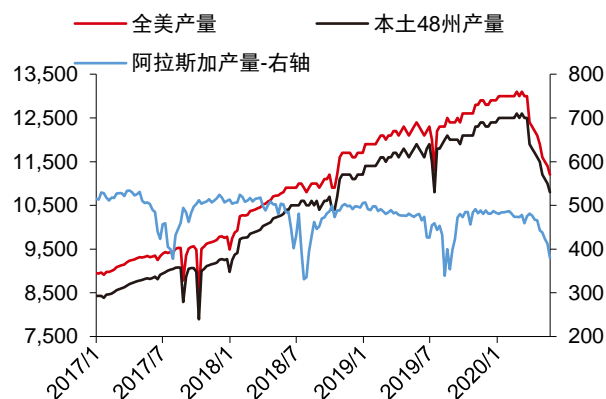
即便 OPEC+ 已不断深化减产, 仍不足以对冲需求缩减, 非 OPEC+ 国家减产势在必行。我们上述假设下, OPEC+ (包括减产协议国、伊朗等 3 国、OPEC 的 NGL 的减产) 2020 年同比减产幅度为 540 万桶/天, 将推动原油市场基本面大幅改善, 并有效缓解短期内库存高速累积的状况, 但仍不足以完全对冲全球需求的削减量, 因此, 全球油市平衡仍需依赖美国、加拿大、巴西、挪威等非 OPEC+ 产油国也参与减产。

其他非 OPEC+ 国家预计 2020 年同比-124 万桶/天

4 月 10 日 G20 能源部长级会议未达成明确的非 OPEC+ 产油国减产协议。据新浪财经消息, OPEC+ 原期待由沙特推动非 OPEC+ 产油国于 4 月 10 日 G20 能源部长会议上达成减产 500 万桶/天的协议, 但会议结束后并未形成明确的协议。但据华尔街日报 4 月 19 日消息, 美国、加拿大能源部表示年底两国原油产量最大将分别下降 200-300、110-170 万桶/天, 巴西国家石油公司计划将 4 月石油产量削减 20 万桶/日至 207 万桶/日, 该公司去年第四季度石油产量为 239 万桶/日。西欧最大产油国挪威则表示, 目前产量约 175 万桶/日, 考虑单方面减产, 但尚未确定具体削减幅度。

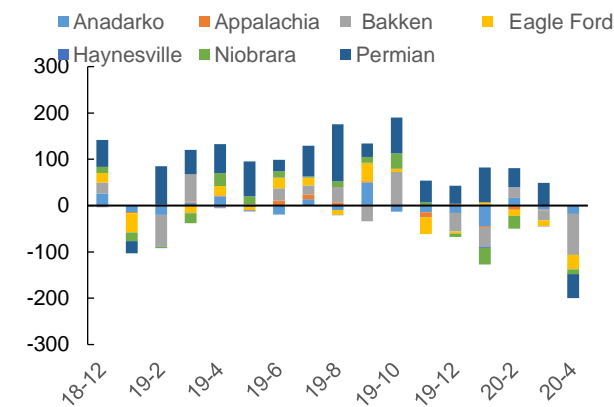
低油价和库存压力导致美国 4 月以来原油产量已环比下降。5 月 29 日当周美国原油产量已降至 1120 万桶/天, 相当于 2018 年 10-11 月水平, 且仍将进一步下滑; Rystad Energy 预测 5 月美国陆上压裂作业井数将降至月 300 口, 仅为年初水平的 25% 左右, 且将持续到三季度才会逐步恢复, 目前页岩油产量回升滞后压裂/完井活动 3-4 个月, 预计美国原油产量将持续下滑至 3 季度, 并在 4 季度才能逐渐回升 10-11 月。预测年内美国原油产量低谷在 1080 万桶/天左右。

图 30: 美国原油产量 (千桶/天)



资料来源: EIA, 中信证券研究部

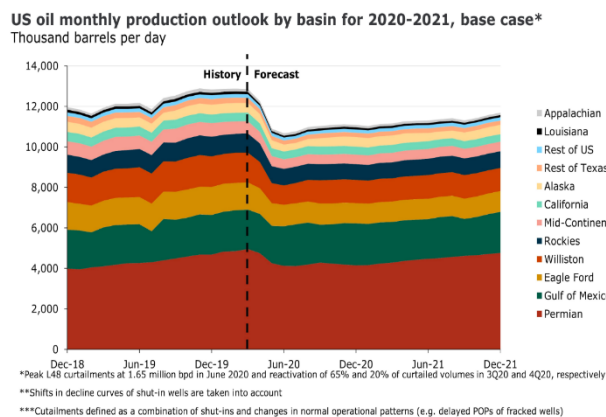
图 31: 美国页岩油产量环比变化 (万桶/天)



资料来源: EIA, 中信证券研究部

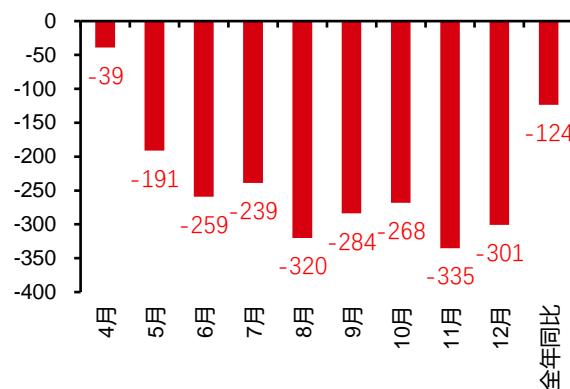
预计非 OPEC+ 产油国全年同比-124 万桶/天。当前虽然全球需求有所改善, 但基本面仍持续累库, 油价虽已回升至 40 美元/桶的完全成本区间, 但现金流压力导致开发商仍无意愿扩大生产。我们预计非 OPEC+ 国家仍将在库存和低油价压力下继续削减产量, 主要的产量削减将来自于美国和加拿大, 此外巴西、挪威等 2019Q4 大幅增产的国家也将环比减产, 回吐全年的同比涨幅。除美国以外, 其他国家均为常规油或油砂, 因此减产规模将逐渐增加, 不会短期内就达到很高的减幅, 我们预计非 OPEC 国家 2020 年全年产量同比-124 万桶/天。

图 32: Rystad 预测美国产量将在 6-10 月达到底部 (千桶/天)



资料来源: Rystad (含预测), 中信证券研究部

图 33: 非 OPEC+ 产量同比变化预测 (万桶/天)

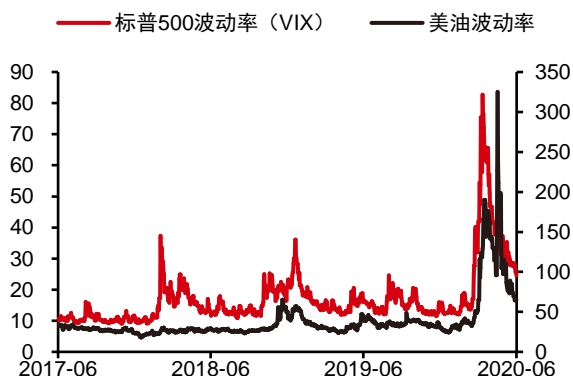


资料来源: 中信证券研究部预测

■ Contango 结构趋于平缓, VIX 高位回落, 市场情绪大幅回暖

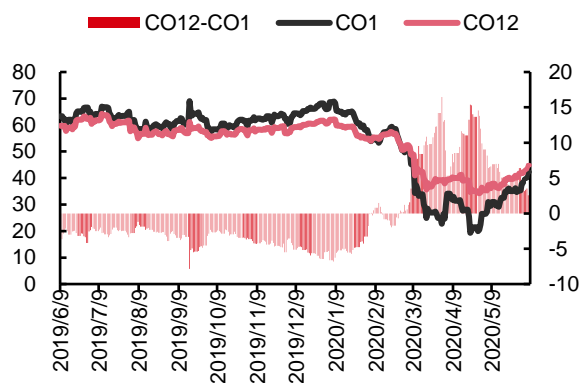
疫情初步受控, 需求进入回升周期后, 市场恐慌情绪退散, 原油远期合约升水大幅收窄。欧洲疫情新增确诊数已大幅回落, 美国单日新增确认也从超 3 万降至 2 万以下, 且随着检测人数持续提升, 欧美疫情已经初步受控。随着复工的推进, 全球需求已进入复苏周期, 市场恐慌情绪开始消散, VIX 和 WTI 波动率指数均从高位大幅回落。多头重新占据原油持仓的主流, 6 月 2 日 Brent、WTI 净多持仓相比 4 月 14 日+53.8%、+141.0%。目前 Brent、WTI 近月价格均已接近 40~45 美元/桶的远期价格 (相当于原油的完全成本), Contango 结构趋于平缓。

图 34: 标普 500 指数波动率 (VIX) 和 WTI 原油 ETF 波动率



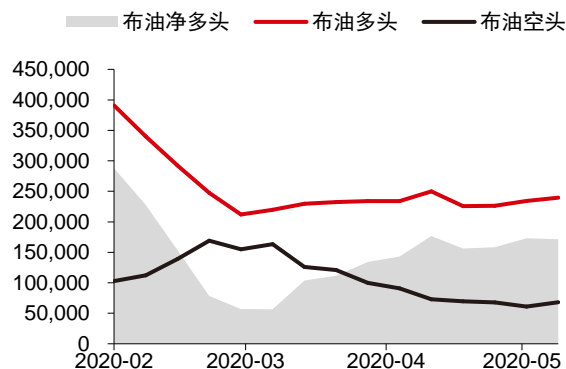
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 35: Brent 原油月差 (美元/桶)



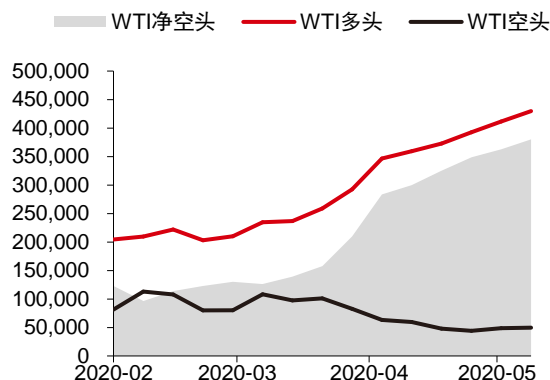
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: WTI 月差结构与之类似

图 36: Brent 原油持仓变化 (张)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

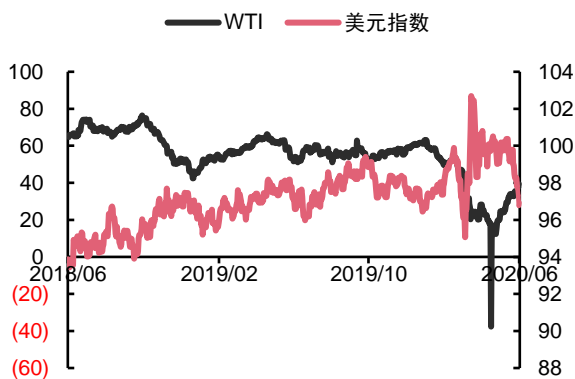
图 37: WTI 原油持仓变化 (张)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

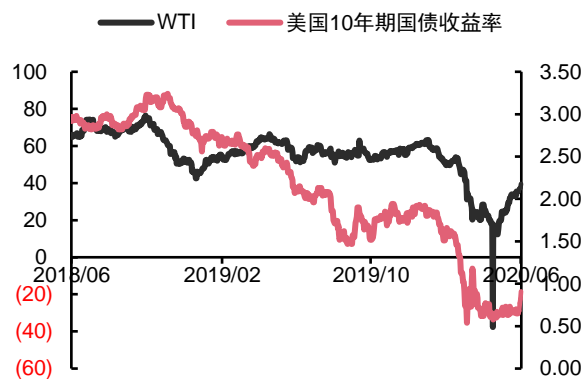
美元指数有所回落, 量化宽松周期利好油价表现。目前, 欧洲央行的基准利率仍为-0.50%, 美联储的利率区间也已下调至 0.00-0.25%, 疫情对全球经济的冲击效应显著。根据中信证券宏观组观点, 预计未来 1-2 年内全球量化宽松的趋势仍将维持。后疫情时期美元指数的回落和全球整体利率中枢处于低位, 均将利好原油、黄金等大宗商品价格表现。

图 38: WTI 油价 (美元/桶) 及美元指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 39: WTI 油价 (美元/桶) 及美国 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中信证券研究部

■ 油价：维持全年 Brent 中枢 45 美元/桶的预测，看好中长期油价持续回升

基本假设：需求持续恢复，供应端关注减产情况

需求端：海外需求受影响的程度和时长均将超过国内，假设欧美疫情未出现反复，预计 Q3、Q4、2020 全年原油需求同比-751、-226、-855 万桶/天。5 月以来随着海外疫情得到控制，逐步启动复工，预计之后全球原油需求持续逐步恢复，年底至 2021 年上半年有望基本恢复到 2019 年同期水平。中性假设下，预计 Q3、Q4、2020 全年原油需求同比-751、-226、-855 万桶/天，其中中国、美国全年同比-30、-203 万桶/天，中国需求削减主要集中在一季度，欧美等海外国家主要集中在二季度，并在三季度逐步恢复。

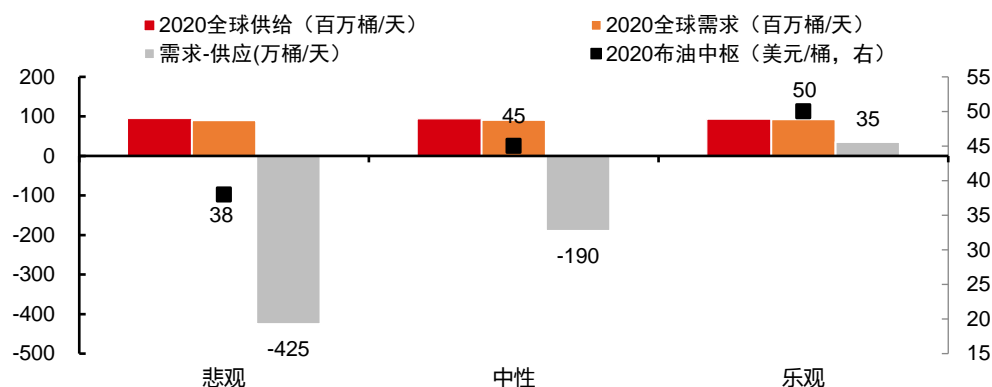
供应端：不确定性较大，需持续关注产油国减产情况，100%减产假设下半年、2020 全年原油供应同比-1040、-665 万桶/天。我们分三种情景假设了供应端的减产情况，中性假设下：（1）OPEC+国家 5-7、8-12 月按照 970、770 万桶/天的额度减产，且 6 月沙特等 3 国额外减产 118 万桶/天；（2）OPEC+协议国 5 月起 100%执行减产，全年同比-374 万桶/天（原油 325+NGL49）；（3）伊朗和利比亚维持当前低水平，委内瑞拉二季度产量与 3 月持平，下半年受制裁影响大幅下降至 20 万桶/天，三国合计同比 2019 年-167 万桶/天；（4）美国原油产量持续下降，3-4 季度产量降至 1100 万桶/天，全年同比 2019 年-96 万桶/天（原油 66+NGL29）；（5）巴西、挪威、加拿大等国抹去原计划的增产，全年同比-28 万桶/天（深水油气和油砂减产无法通过停产来削减产量）。悲观、中性和乐观预期下对应全球 2020 年供应同比约-545、-665、-735 万桶/天。

表 1：2020 年原油供应端三种不同情景假设

	悲观	中性	乐观
全球	全年同比-545 万桶/天	全年同比-665 万桶/天	全年同比-735 万桶/天
美国	套保和美国政府政策导致页岩油仅小幅减产，全年同比减产不足 50 万桶/天	产量持续下降，至年底降至 1080 万桶/天，全年同比-96 万桶/天	低油价导致部分页岩油企破产，产量永久损失，全年同比-140 万桶/天
OPEC+	减产执行不力，全年原油和 NGL 同比-300 万桶/天	5 月起维持 100%执行减产，全年原油同比-325 万桶/天，NGL-49 万桶/天	5 月起维持超额减产，全年原油和 NGL 同比-400 万桶/天
委内瑞拉	5-6 月保持 4 月份产量水平，下半年降至 20 万桶/天		
利比亚	保持 4 月份的产量水平至年底		
伊朗	保持 4 月份的产量水平至年底，无出口		
巴西等国	小幅减产，巴西、挪威、加拿大和圭亚那原油全年同比-28 万桶/天，主要来自于加拿大（约-46 万桶/天）		

资料来源：中信证券研究部

图 40：不同情景下 2020 年原油供需及 Brent 油价中枢预测



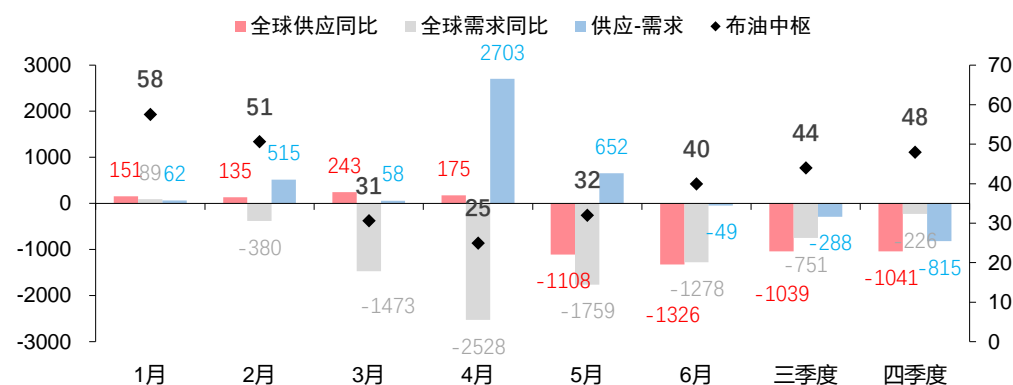
资料来源：中信证券研究部预测

油价展望：短期疫情压制油价，Q2 有望开启中长期回升周期

供需两端中性假设下，我们维持 2020 年 Brent 油价中枢 45 美元/桶的观点：

短中期来看，6-7 月有望开启持续去库周期，维持 2020 年油价 45 美元/桶的预测。短期来看，目前油价已接近 40 美元/桶的完全成本区间，需求的全面复苏仍需很长时间，基本面整体累库，仍难以支撑油价大幅上涨，油价短期走势有待观察。中期来看，假设海外疫情不出现反复，欧美提前复工持续推升需求，叠加供应端扩大减产，预计持续去库周期有望于 6-7 月启动，推动下半年油价持续回升，年底 Brent 中枢有望升至 50 美元/桶区间，维持全年布油中枢 45 美元/桶的预测。

图 41：中性假设下 2020 年原油供需平衡（万桶/天）及 Brent 油价走势预测（美元/桶）

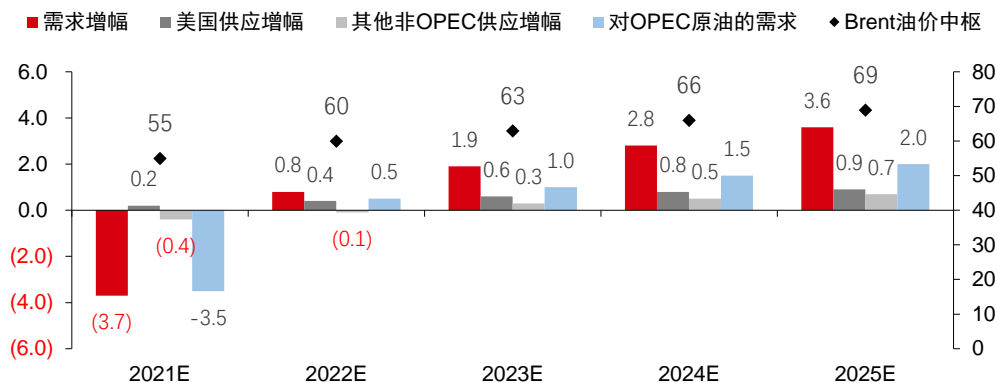


资料来源：中信证券研究部预测

长期来看，2022 年供需格局扭转，未来 1-2 年油价有望回升至 60 美元/桶以上。长期看，需求方面疫情结束后，预计 2021-2022 年需求会回到正轨，之后保持平稳增长，且 5-10 年内新能源车替代难以导致原油需求出现下降。供应方面，2014 年以来的低油价导致上游资本开支削减近半，近年来全球新增项目大幅减少，此次疫情已导致近 200 万桶/天的产能永久关停，上游资本开支再次大幅缩减，Rystad Energy 预测非 OPEC 产量在 2022 年才能恢复至疫情前水平，且之后增产乏力。2022 年前后全球将进入供应偏紧的周

期，综合考虑完全成本、合理收益和新能源替代等因素，坚定看好 1-2 年内布油中枢回升至 60~70 美元/桶区间。

图 42：2021-25 年全球原油供需（百万桶/天）相对 2019 年变动及 Brent 油价（美元/桶）预测



资料来源：中信证券研究部预测

中长期油价持续回升周期重点关注低成本油企龙头中国海洋石油（H）、油服龙头中海油服，聚酯、烯烃龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化，以及炼化龙头中国石化（H）、上海石化（H）。

■ 风险因素

- 海外疫情出现反复的风险；
- 产油国减产不及预期的风险；
- 中美争端加剧的风险；
- 全球经济及金融系统性风险爆发的风险。

■ 相关研究

国际油价点评：需求进入恢复期，全球持续去库有望提前启动	(2020-05-22)
石油石化行业专题：炼化受益油价触底回升，民营炼化空间较大	(2020-05-12)
石油石化行业 2019 年报及 2020 年一季报总结：行业盈利最差时期已过，静待基本面回升	(2020-05-08)
国际油价专题：短期疫情压制，Q2 有望启动中长期回升	(2020-04-21)
全球视野下的原油标的投资解析：国内 QDII 相对稳健，海外杠杆 ETF 弹性大	(2020-04-16)
石油石化行业国际油价点评—沙特主权基金买入石油股，彰显对中长期油价回升的信心	(2020-04-10)
国际油价点评：OPEC+初步达成长期减产协议，油价回升仍需等待基本面逐步改善	(2020-04-10)
石油化工行业油价波动影响专题—关注低成本一体化石化龙头和受油价波动影响较小的精细化工子行业	(2020-04-07)
国际油价点评 20200403：供应端信号提振情绪，中长期持续反弹仍需基本面实质性改善	(2020-04-03)
国际油价点评 20200328：全球库存面临“爆仓”风险，供应端积极变化有望提前	(2020-03-28)
美国页岩油行业债务情况分析：低油价将加速整合，近两年偿债压力可控	(2020-03-25)
石油石化行业天然气定价机制调整点评：天然气定价机制调整，向市场化放开更进一步	(2020-03-17)
石油石化行业专题：石化行业凛冬已至，春天还有多远？	(2020-03-16)
国际油价点评：海外疫情加剧，下调 2020 年需求与油价预测	(2020-03-16)
国际油价走势及其对产业链的影响—油价回升需等待基本面改善信号（PPT）	(2020-03-15)
国际油价专题：油价回升仍需等待基本面改善信号	(2020-03-09)
国际油价点评：基本面边际改善，OPEC 有望短期满额或扩大减产支撑油价	(2020-02-25)
石油石化行业浙江省能源改革专题：浙江省能源改革对未来省级管网改革的启示	(2020-02-17)
石油石化行业热点聚焦 20200205：疫情影响短期需求，恐慌抛售提供长期机会	(2020-02-05)
石油石化行业国际油价专题：疫情拖累需求叠加美油累库季，Q1 油价短期承压后有望触底反弹	(2020-02-04)
石油石化行业《关于进一步加强塑料污染治理的意见》点评：新限塑令推升可降解塑料及替代品市场空间	(2020-01-20)
石油石化行业中海油、中海油服 2020 年战略指引点评—中海油资本支出持续提升，利好旗下三大油服	(2020-01-15)
石油石化行业页岩油深度专题二：Permian 将成美国核心产区，行业集中度提升龙头公司强者愈强	(2020-01-14)
石油石化行业 2019 年总结及 2020Q1 展望：石化行业估值低位，关注 20Q1 三长一短主线	(2020-01-03)
石油石化行业国际油价专题—多重利好短期提振市场情绪，一季度基本面压力仍存	(2020-01-03)
页岩油行业深度专题一：国内页岩油气高速增产，油服龙头业绩可期	(2020-01-02)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理。本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。