

石油化工

原油：“后疫情阶段”锚在哪里？

原油基本面的边际改善正在发生。然而从 4 月份的空逼多,到近期的多逼空,形势变化之快令人意外。“后疫情阶段”原油价格的锚在哪里,值得思考。

需求拐点已现,但可能呈现“厚尾”形态。根据 Rystad Energy 预测,到 2020 年底需求仍低于正常水平 400 万桶/天,甚至到 2021 年底,需求仍略低于疫情前的正常水平。

供给端减产进度超预期。5 月份预计 OPEC 和非 OPEC 总体减产幅度达到 1200 万桶/天,使全球产量降低至史无前例的 8800 万桶/天。页岩油方面,完井数量的巨幅下降,以及一些关停井,使其减产具有一定持续性。

“后疫情阶段”的新平衡格局。我们姑且把是否回到 1 亿桶/天需求量作为一个分水岭。“后疫情阶段”,即需求从深度抑制状态修复,但短期仍难回归到疫情之前的 1 亿桶/天水平。当需求没有恢复到前期高点,存量产能可以满足市场需求,油价只要覆盖现金生产成本+运输费,生产商就可以维持生产。“后疫情阶段”,我们预计油价会在 30~50 美金区间波动。

风险提示:海外疫情控制不良导致成品油需求低迷时间较长的风险;OPEC 减产不及预期的风险;2020 年页岩油生产韧性强于预期的风险。

证券研究报告

2020 年 05 月 23 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

张樨樨

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

贾广博

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519010002

jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519090001

liuzidong@tfzq.com

郑小兵

联系人

zhengxiaobing@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《石油化工-行业专题研究:炼化专题:海外炼化公司一季报透视》
2020-05-12

2 《石油化工-行业专题研究:原油:胀库悖论》 2020-05-05

3 《石油化工-行业专题研究:炼化专题:炼化公司年报透视与盈利跟踪》
2020-04-27



内容目录

1. 需求已见拐点，但可能呈现“厚尾”形态	3
2. 供给端减产进度超预期	3
3. “后疫情阶段”的新平衡格局	5

图表目录

图 1：全球受封锁区域的人口数量已经下降	3
图 2：石油需求的复苏节奏，可能呈现“厚尾”形态（千桶/天）	3
图 3：美国陆上压裂作业数 3、4 月份骤降	4
图 4：美国页岩油钻井、完井、已钻未完井（右轴）数量，单位：口井	4
图 5：美国页岩油老井衰减 4、5 月跳升（单位：桶/天）	4
图 6：美国页岩油产量及同比变化（单位：桶/天）	5
图 7：原油各资源类型成本曲线	5
图 8：原油现金成本和完全成本曲线（示意图）：推演油价回升路径，单位：美金/桶	6

我们在《原油系列（8）：胀库悖论》中阐述了，“实际胀库已经发生，理论胀库只存在于理论中。当胀库预期出现——仓储成本大幅上升——现货价格下跌甚至转负——倒逼减产——实际不会发生胀库。”

实际胀库的时间点（4月下旬）也是本轮油价的绝对低点。从基本面角度，库容接近上限意味着，倒逼产地价格下跌甚至转负，倒逼减产成为现实。因此，胀库的时点也是基本面的至暗时刻。从金融属性和交易的角度，WTI 5月合约在4月20日打出负价格之后，引发金融多头提前移仓，到了5月份反而首行合约持仓量过低，引发了近期价格大幅反弹。

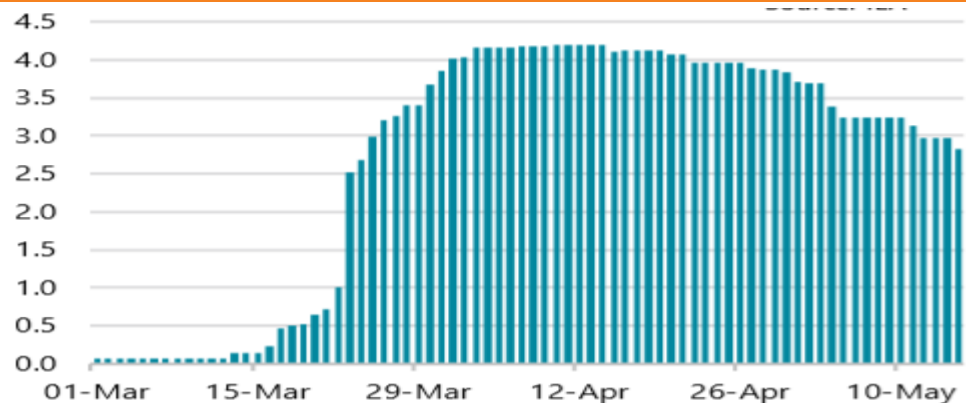
原油基本面的边际改善正在发生。然而从4月份的空逼多，到近期的多逼空，形势变化之快令人意外。“后疫情阶段”原油价格的锚在哪里，值得思考。

1. 需求已见拐点，但可能呈现“厚尾”形态

石油需求在2020年前所未有的大幅负增，5月是需求环比拐点。根据IEA预测，4月份需求同比下降2520万桶/天，5月份同比降幅会回到2150万桶/天，6月份同比降幅进一步回到1300万桶/天。2020年全年预计平均降幅860万桶/天。

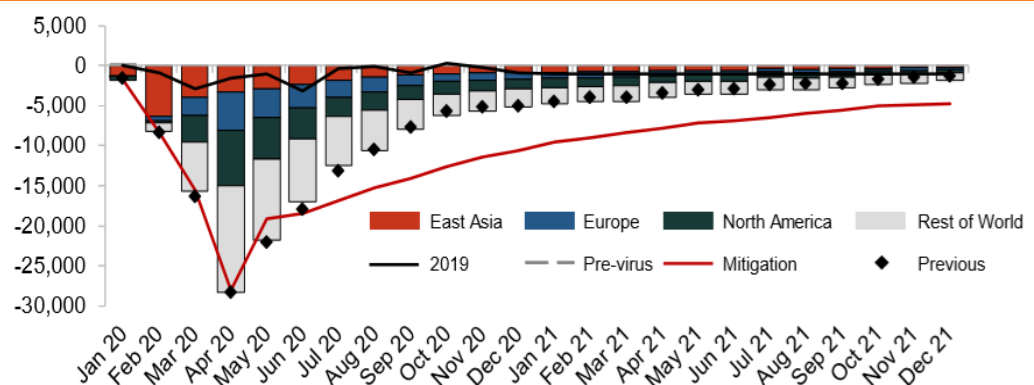
但是石油需求的恢复有可能是“厚尾”形态。根据Rystad Energy预测，到2020年底需求仍低于正常水平400万桶/天，甚至到2021年底，需求仍略低于疫情前的正常水平。这一判断涉及到对疫情对出行习惯的改变是否是长久的？包括人们是否更倾向于远程办公，是否用电话会议替代出差，是否倾向于私家车出行替代公共交通。

图1：全球受封锁区域的人口数量已经下降



资料来源：IEA，天风证券研究所

图2：石油需求的复苏节奏，可能呈现“厚尾”形态（万桶/天）



资料来源：Rystad Energy，天风证券研究所

2. 供给端减产进度超预期

美国页岩油完井作业量快速下降，从2月份的相对高点1238个，快速下降到3月份的877

个，4 月份降至 337 个。预计二季度完井作业量保持低位，三季度如果油价维持在 30 美金以上，美国页岩油完井数量有望回升。虽然没有我们之前报告《油价系列 1：页岩梦碎》中给出的情形“页岩油钻完井数量降低到 0”那么极端，但是 4 月份的 337 也只有前高水平的 1/4 左右了。（注意：上述数据来自 Rystad Energy，是指当月开始完井的作业量，而非当月完成的完井作业量，与 EIA 数据口径不同）

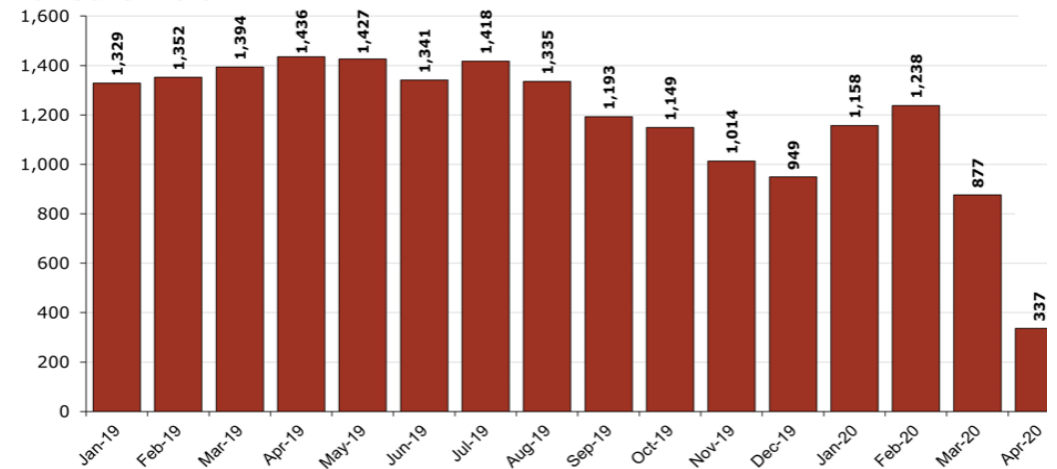
页岩油 DPR 报告中 4、5 月份老井衰减量的突然跳升，推测应该是对主动关井行为进行的数据调整。

页岩油产量方面，预计 6 月份环比减产幅度达到 200 万桶/天。估算页岩油产量环比持平所要求的完井数量在 1100 口/月，而当前七大产区的完井量显著低于这一水平，因此预计页岩油产量环比下滑将会维持较长一段时间。同比来看，5 月份页岩油产量首次出现同比下降，如果维持当前的完井数量，到年底的同比降幅将达到 300 万桶/天附近。

图 3：美国陆上压裂作业数 3、4 月份骤降

US Land, started frac operations by standard month*

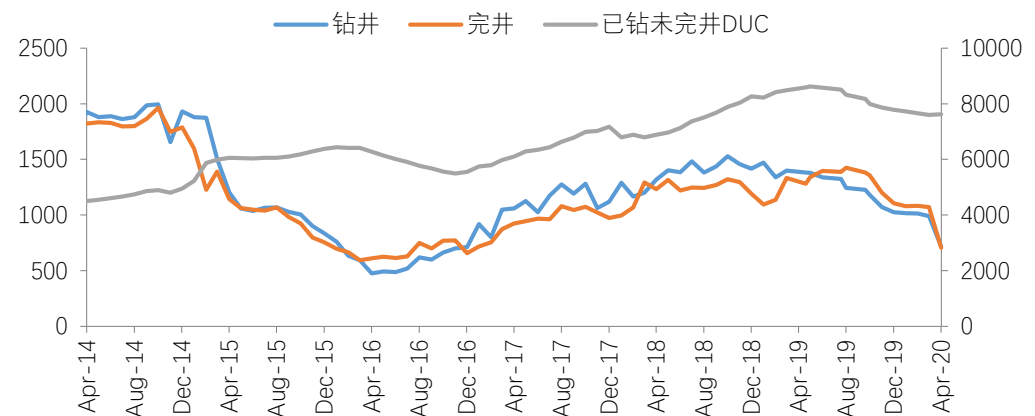
Number of wells



资料来源：Rystad Energy，天风证券研究所

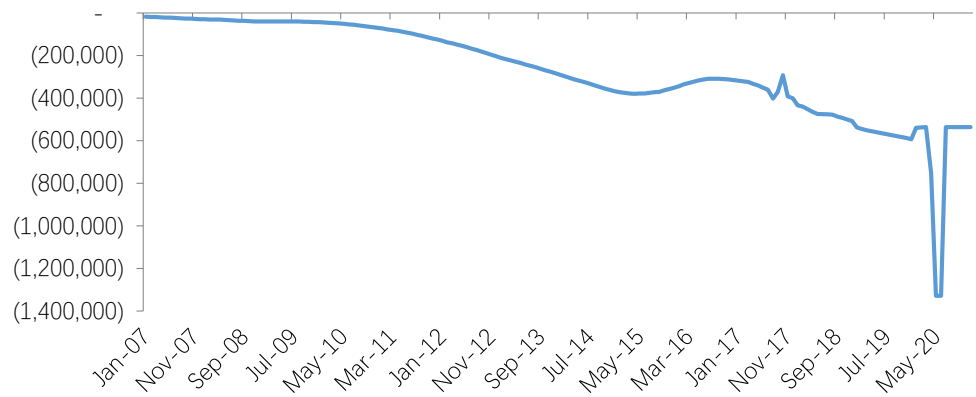
注：口径是当月开始压裂作业

图 4：美国页岩油钻井、完井、已钻未完井（右轴）数量，单位：口井

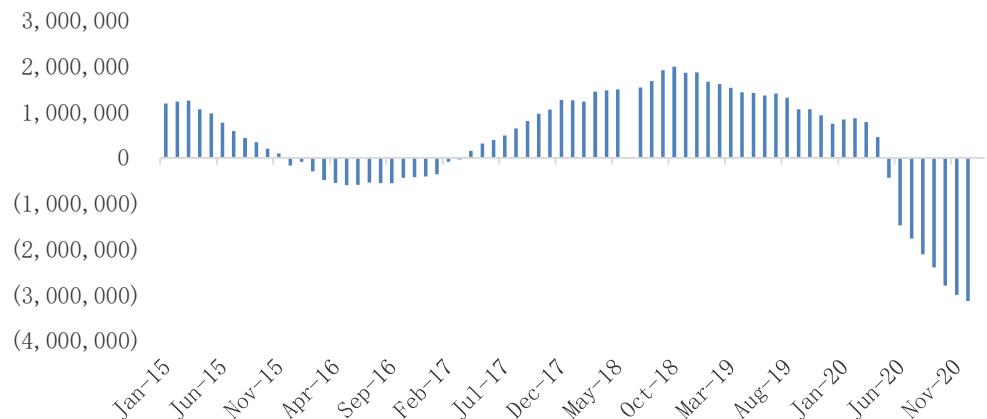


资料来源：EIA，天风证券研究所

图 5：美国页岩油老井衰减 4、5 月跳升（单位：桶/天）



资料来源：EIA，天风证券研究所

图 6：美国页岩油产量及同比变化（单位：桶/天）

资料来源：EIA，天风证券研究所

OPEC 减产比美国慢一步，5 月 1 日正式减产。因正式减产之前 4 月份有意增产一波，5 月份环比减产幅度应达到 970 万桶/天（按照减产协议）。虽然实际减产数字还没有公布，但沙特宣布 6 月减产加码 100 万桶/天至少表明了支持减产的态度。5 月份预计 OPEC 和非 OPEC 总体减产幅度达到 **1200 万桶/天**，使全球产量降低至史无前例的 8800 万桶/天。

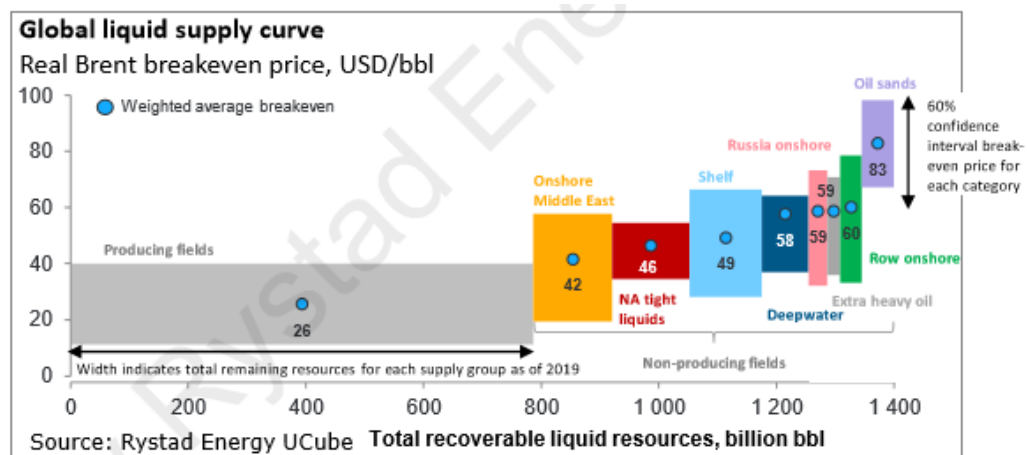
3. “后疫情阶段”的新平衡格局

如果把今年二季度疫情影响最大的时期叫做“疫情阶段”，三季度开始的需求恢复可以称作“后疫情阶段”。我们姑且把是否回到 1 亿桶/天需求量作为一个分水岭。“后疫情阶段”，即需求从深度抑制状态修复，但短期仍难回归到疫情之前的 1 亿桶/天水平。这个阶段的时间长短，取决于疫情的变化，包括疫情是否出现反复，以及疫苗和特效药的开发进度。

在“后疫情阶段”，当需求没有恢复到前期高点，存量产能可以满足市场需求，**油价只要覆盖现金生产成本+运输费，生产商就可以维持生产**。换句话说，只要油价涨超现金成本，很快会有之前减产的产能恢复生产。从 OPEC 立场的角度，如果油价达到页岩油的完全成本之上，页岩油可以迅速逆转产量下降态势转为增产，那么 OPEC 主动减产就变成为人作嫁。因此，“后疫情阶段”，我们预计油价会在 **30~50 美金区间波动**（图中阶段①）。

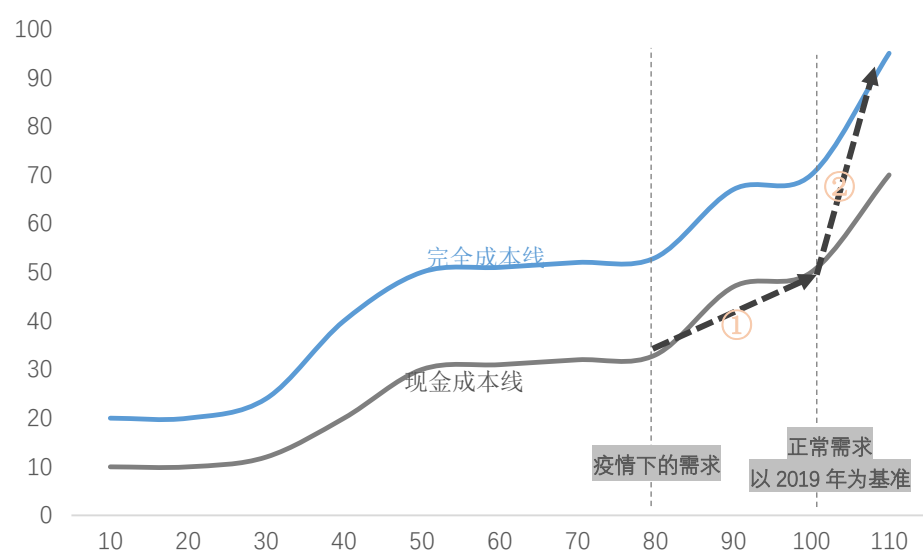
待需求恢复至前高上方（即超出 1 亿桶/天），仅给出现金成本对应的价格，不能拉动供给增量以满足需求增长。必须给出高于主流资源类型的完全成本对应的价格，即给与生产商账面利润。这个突破 1 亿桶之后的阶段，油价才会有效突破 50 美金。尤其是，假如在“疫情+”后疫情阶段，供给端实现了产能淘汰（供给曲线缩短左移），那么未来远期需求的超额恢复可能带动油价突破 50 美金/桶之后较快攀升（图中阶段②）。

图 7：原油各资源类型成本曲线



资料来源：Rystad Energy，天风证券研究所

图 8：原油现金成本和完全成本曲线（示意图）：推演油价回升路径，单位：美金/桶



资料来源：EIA，天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com