



# 逐步进入去库周期，看好油价长期持续回升

石油石化行业国际油价专题 | 2020.8.6

## 核心观点

疫情反复的风险导致短期油价仍存波动可能，供需基本面持续改善叠加金融因素助推，坚定看好油价中长期持续回升。油价回升周期推荐低成本油企龙头中国海洋石油（H），聚酯、烯烃龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化，煤化工龙头宝丰能源、华鲁恒升、鲁西化工。长期推荐油服龙头中海油服（H）、中油工程和低估值高股息的行业龙头中国石化（H）。

■ **油价：5-7 月基本面改善和金融因素叠加，推动油价持续上涨。**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、欧美陆续复工，产油国坚持执行减产，供应端和需求端共同推动基本面持续改善，叠加美元指数持续走低，油价有望延续 4 月下旬以来持续回升的走势。

■ **供需基本面：全年累库 176 万桶/天，其中二季度、下半年库存同比+1110、-549 万桶/天。**国内、欧美复工推动原油需求复苏，上半年国内原油表观消费量同比+7.8%，美国原油消费量已恢复至 19 年同期的 93%，但由于海外疫情反复可能性增加，我们略微下调 2020 年全球原油需求预测至同比-875 万桶/天。供应端，OPEC+减产执行超预期，美国原油产量有望逐步开始回升，下调 2020 年全球原油产量预测至同比-699 万桶/天。

■ **金融因素：Contango 结构趋于平缓，金融因素助推油价。**Brent、WTI 主力合约均已更换为 2010 合约，当前二者仍维持平缓的 Contango 结构，显示短期内基本面仍存不确定性，市场仍看好中长期的油价表现。7 月美国非农数据表现不佳，美联储量化宽松的趋势预计仍将维持，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，将利好原油、黄金等大宗商品价格表现。

■ **风险因素：**海外疫情反复；产油国减产不及预期；中美争端加剧。

■ **投资策略。**短期油价仍存波动可能，坚定看好中长期持续回升。油价回升周期推荐低成本油企龙头中国海洋石油（H），聚酯、烯烃龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化，煤化工龙头宝丰能源、华鲁恒升、鲁西化工。长期推荐油服龙头中海油服（H）、中油工程和高股息炼化行业龙头中国石化（H）。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

### 石油石化行业

评级 **强于大市（维持）**

景气趋势 石化 ↑

| 简称        | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|-----------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|           |            | 2019    | 2020E | 2021E | 2019  | 2020E | 2021E |    |
| 中国海洋石油(H) | 7.67       | 1.37    | 0.37  | 0.75  | 5.5   | 20    | 9.90  | 买入 |
| 恒力石化      | 19.91      | 1.44    | 1.55  | 1.74  | 13.83 | 12.85 | 11.44 | 买入 |
| 桐昆股份      | 15.42      | 1.57    | 1.74  | 1.99  | 9.82  | 8.86  | 7.75  | 买入 |
| 卫星石化      | 19.35      | 1.2     | 1.48  | 2.92  | 16.13 | 13.07 | 6.63  | 买入 |
| 中国石化（H）   | 3.09       | 0.48    | 0.25  | 0.41  | 6.43  | 12.35 | 7.53  | 买入 |
| 中海油服（H）   | 5.70       | 0.52    | 0.82  | 0.93  | 10.95 | 6.95  | 6.13  | 买入 |
| 中油工程      | 2.90       | 0.14    | 0.13  | 0.17  | 20.71 | 22.31 | 17.06 | 买入 |
| 宝丰能源      | 10.60      | 0.54    | 0.57  | 0.77  | 19.63 | 18.6  | 13.77 | 买入 |
| 华鲁恒升      | 24.64      | 1.51    | 1.07  | 1.61  | 16.32 | 23.03 | 15.3  | 买入 |
| 鲁西化工      | 11.02      | 1.15    | 0.69  | 1.0   | 9.58  | 15.97 | 11.02 | 买入 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 8 月 5 日收盘价，单位为人民币元

---

## 目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 油价复盘：5-7 月基本面改善主驱，金融因素助推 .....                  | 1  |
| 基本面展望：至暗时刻已过，三季度是再平衡关键期 .....                   | 2  |
| 需求持续复苏，关注海外疫情反复可能导致的短期拖累 .....                  | 2  |
| 产油国减产助推基本面改善 .....                              | 5  |
| Contango 结构仍维持，金融因素助推油价 .....                   | 7  |
| 油价展望：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 ..... | 8  |
| 基本假设：需求恢复同时需关注疫情反复情况，供应端关注减产情况 .....            | 8  |
| 油价展望：Q3 是再平衡关键阶段，中长期坚定看多 .....                  | 9  |
| 风险因素 .....                                      | 11 |

---

---

## 插图目录

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 2020 年油价走势及主要驱动因素 (美元/桶)                          | 1  |
| 图 2: 中国原油进口量 (万吨)                                      | 2  |
| 图 3: 中国原油加工量 (万吨)                                      | 2  |
| 图 4: 国内炼厂开工率 (%)                                       | 3  |
| 图 5: 国内原油表观消费量 (万吨) 及同比 (%)                            | 3  |
| 图 6: 美国炼厂加工量 (千桶/天) 及炼厂开工率 (%)                         | 3  |
| 图 7: 美国商业原油库存 (百万桶)                                    | 3  |
| 图 8: 美国成品油库存 (百万桶)                                     | 4  |
| 图 9: 美国原油消费量 (千桶/天)                                    | 4  |
| 图 10: 海外国家新增确诊病例数 (截止 2020 年 7 月 14 日)                 | 4  |
| 图 11: 各机构预测的 20 年需求同比变化 (万桶/天)                         | 4  |
| 图 12: Rystad Energy 预测的 2020 年全球原油需求 (百万桶/天)           | 5  |
| 图 13: 预计 2020 年全球原油需求同比变化 (百万桶/天)                      | 5  |
| 图 14: 全球原油产能对应的完全成本                                    | 5  |
| 图 15: 美国页岩油企偿债能力与油价密切相关                                | 5  |
| 图 16: OPEC 减产协议国产量 (千桶/天) 及减产执行率                       | 6  |
| 图 17: 伊朗等三国产量 (千桶/天)                                   | 6  |
| 图 18: 美国原油产量 (千桶/天)                                    | 6  |
| 图 19: 美国页岩油压裂井数 (单位: 口, 数据截止 7 月 22 日)                 | 6  |
| 图 20: 美国页岩油生产商破产数统计                                    | 7  |
| 图 21: Bakken 地区 2020-2027 年页岩油产量预测                     | 7  |
| 图 22: 标普 500 指数波动率 (VIX) 和 WTI 原油 ETF 波动率              | 7  |
| 图 23: Brent 原油月差 (美元/桶)                                | 7  |
| 图 24: Brent 原油持仓变化 (张)                                 | 8  |
| 图 25: WTI 原油持仓变化 (张)                                   | 8  |
| 图 26: WTI 油价 (美元/桶) 及美元指数                              | 8  |
| 图 27: WTI 油价 (美元/桶) 及美元 10 年期国债收益率                     | 8  |
| 图 28: 不同情景下 2020 年原油供需及 Brent 油价中枢预测                   | 9  |
| 图 29: 中性假设下 8-12 月原油供需平衡 (万桶/天) 及 Brent 油价预测 (美元/桶)    | 10 |
| 图 30: 2021-25 年全球原油供需 (百万桶/天) 相对 2019 年变动及油价 (美元/桶) 预测 | 10 |

## 表格目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 1: 2020 年原油供应端三种不同情景假设 | 9  |
| 表 2: 重点公司盈利预测、估值与投资评级    | 11 |

---

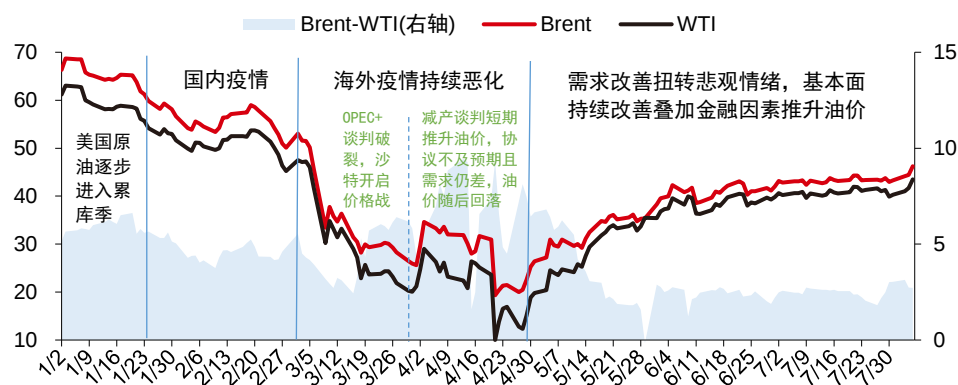
## ■ 油价复盘：5-7 月基本面改善主驱，金融因素助推

**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。

**国内疫情导致需求受损，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跌至底部。**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（美元/桶）



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。

**4 月下旬以来需求复苏推动市场情绪大幅回暖，叠加金融因素助推，油价稳步回升。**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。同时，随着美国疫情二次爆发、美国财政赤字与债务规模迫近上行，美元指数持续走低，金融因素助推油价持续回升。8 月 5 日 Brent、WTI 盘中最高价分别高达 46.23、43.52 美元/桶，相比 4 月 21 日年内最低价分别+26.90（+139.16%）、+33.51（+334.77%）美元/桶。

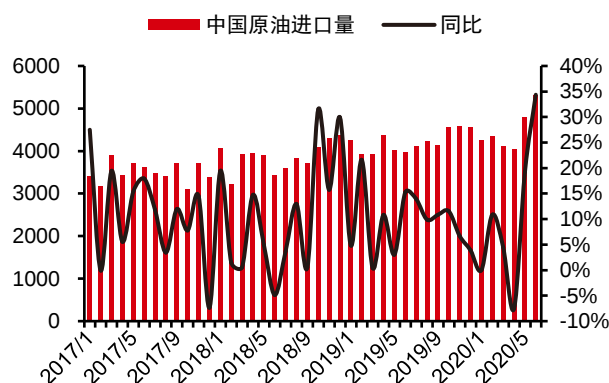
**展望 2020 年下半年，我们认为库存仍将是影响油价走势的核心变量。**当前油价已回升至 40~48 美元/桶的完全成本区间，需求和市场情绪的双重复苏推动下，美国总油品开始去库，基本面已大幅改善。随着 OPEC+的持续减产和全球需求的逐步复苏，我们预计下半年油品库存仍将成为影响油价走势的核心变量。短期来看，海外疫情反复仍可能导致需求复苏受阻，但我们坚定看好中长期油价持续回升，相关标的有望在本轮油价周期中持续受益。

## ■ 基本面展望：至暗时刻已过，三季度是再平衡关键期

### 需求持续复苏，关注海外疫情反复可能导致的短期拖累

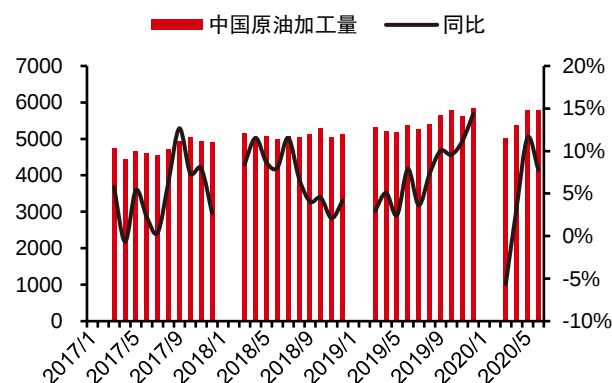
**疫情后复工和成品油地板价政策推动国内原油需求迅速恢复。**国内自 3 月起陆续复工，叠加 40 美元/桶油价的成品油“地板价”政策导致价差大幅改善，推动原油加工迅速恢复。6 月国内进口量、原油加工量同比+1360（+34.36）、+417（7.78）万吨，7 月以来国内炼厂、山东地炼开工率均已超过疫情前水平。根据国家统计局数据，2020 年 6 月份，我国原油表观消费量 6942 万吨，同比增加 25.2%，2020 年 1-6 月，我国累计原油表观消费量 36590 万吨，同比增加 7.8%。国内原油需求已基本恢复。

图 2：中国原油进口量（万吨）



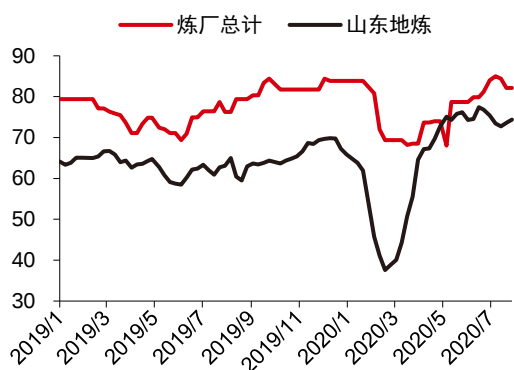
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：中国原油加工量（万吨）



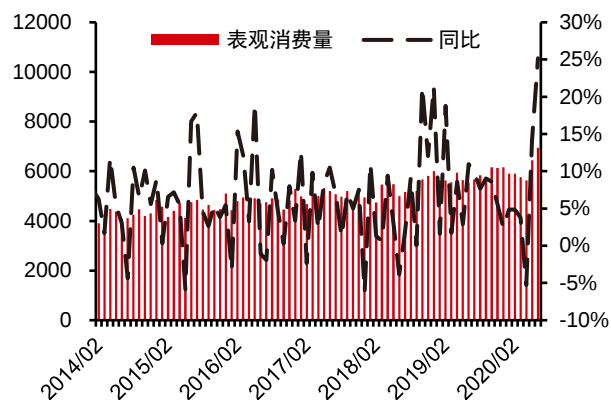
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：国内炼厂开工率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

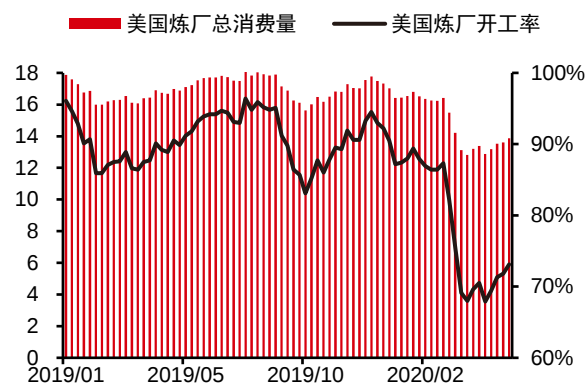
图 5：国内原油表观消费量（万吨）及同比（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

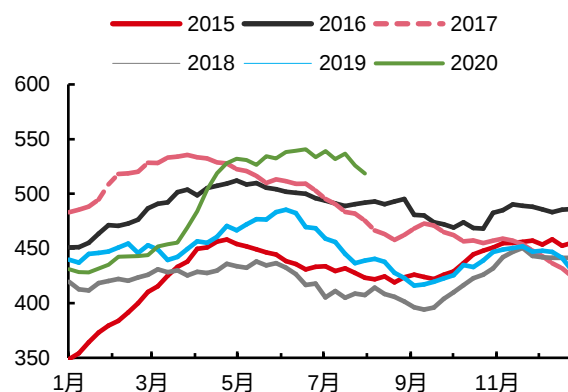
**欧美复工推动需求复苏，美国油品库存高位回落。**5 月以来欧洲各主要国家、美国各州均已陆续复工，推动需求进入复苏周期。7 月中下旬以来，美国商业原油开始大幅去库，成品油库存累库速度小于原油去库速度，总油品库存开始高位回落。截止 7 月 31 日，美国炼厂开工率已回升至 79.6%，我们测算 4 月全美原油需求仅相当于 19 年同期的 70%（-602 万桶/天），截止 7 月 31 日已恢复至 19 年同期的 93%（-105 万桶/天）左右。

图 6：美国炼厂加工量（千桶/天）及炼厂开工率（%）



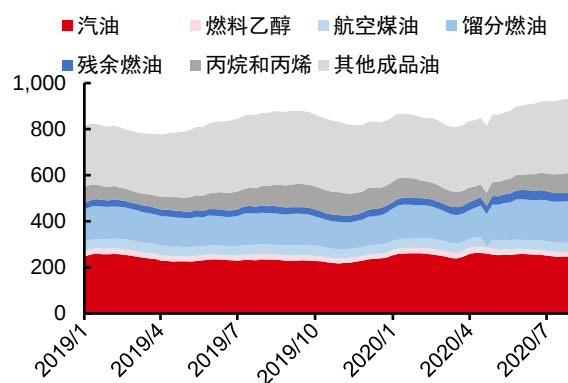
资料来源：EIA，中信证券研究部

图 7：美国商业原油库存（百万桶）



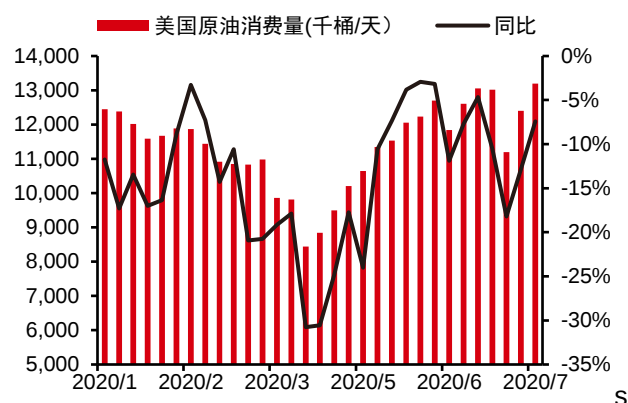
资料来源：EIA，中信证券研究部

图 8: 美国成品油库存 (百万桶)



资料来源: EIA, 中信证券研究部

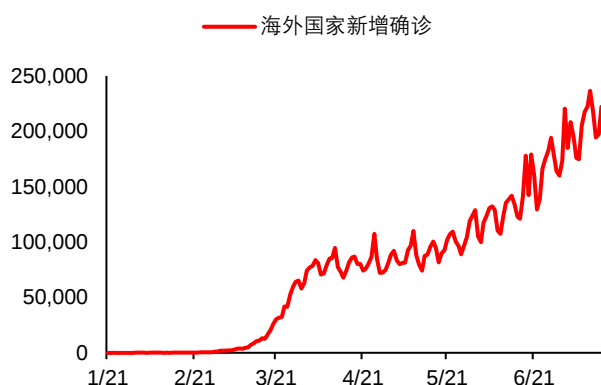
图 9: 美国原油消费量 (千桶/天)



资料来源: EIA, 中信证券研究部

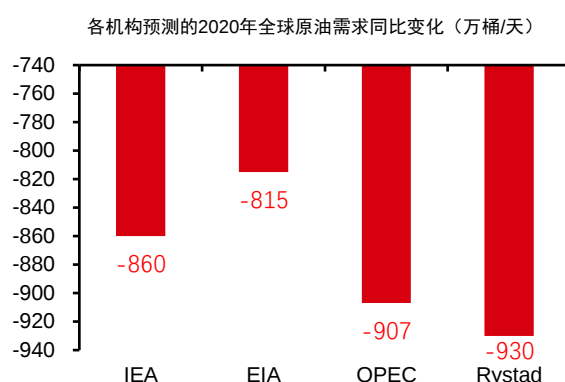
下半年仍需关注海外疫情反复对需求的影响。全球疫情单日新增确诊数仍居高不下, 我们认为亚洲、欧洲的需求恢复有可能被美国、巴西和印度等人口众多、高石油消费国家的疫情爆发所抵消。Rystad Energy 预测疫情若反复, 极端情况下可能导致 8-12 月全球原油需求同比-710 万桶/天。由于海外疫情反复可能性增加, 我们略微下调全球 2020 年三季度、四季度、及全年原油需求同比至-751、-271、-875 万桶/天。

图 10: 海外国家新增确诊病例数 (截止 2020 年 7 月 14 日)



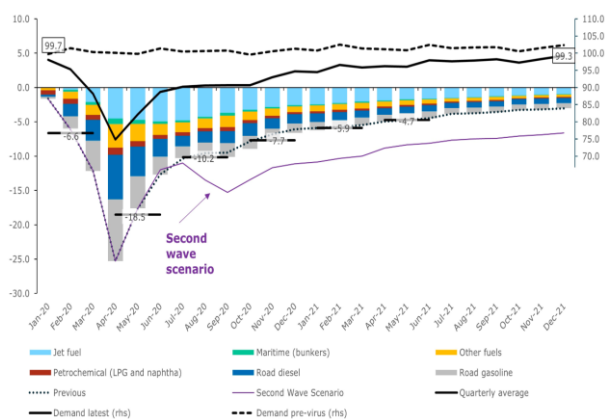
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 各机构预测的 20 年需求同比变化 (万桶/天)



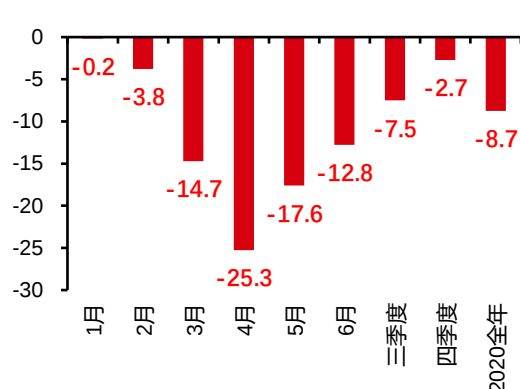
资料来源: IEA, EIA, OPEC, Rystad, 中信证券研究部

图 12: Rystad Energy 预测的 2020 年全球原油需求（百万桶/天）



资料来源: Rystad Energy (含预测) 注: 左轴为同比变动, 右轴为需求绝对值

图 13: 预计 2020 年全球原油需求同比变化（百万桶/天）

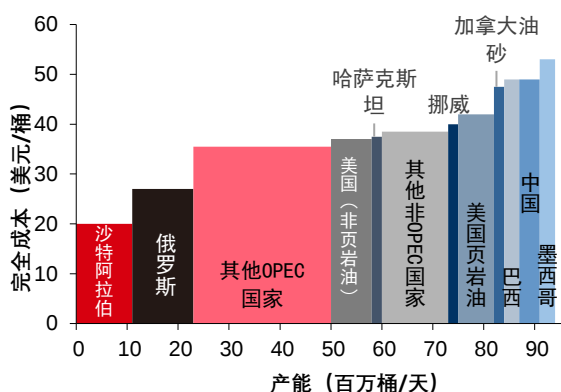


资料来源: EIA, OPEC, 中信证券研究部预测 注: 3 月及之后数据为预测值

## 产油国减产助推基本面改善

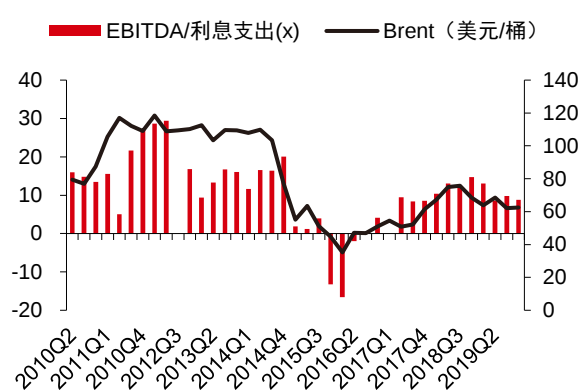
供应端角度来讲，财政和库存双重压力导致本轮低油价难以长期持续。30 美元的油价低于全球 80% 产能的完全成本和所有产油国的财政平衡油价，低油价下页岩油债务风险增加，且产油国、石油公司财务状况对低油价的承受能力弱于 2014-2016 年。

图 14: 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

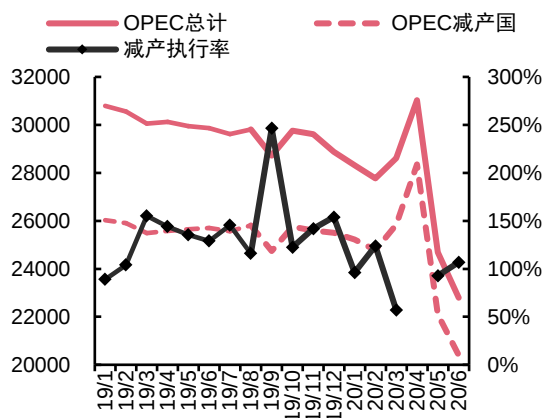
图 15: 美国页岩油企业偿债能力与油价密切相关



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

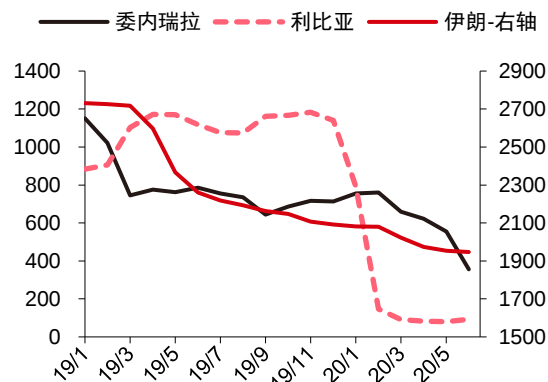
**OPEC+严格执行减产，伊朗等三国产量继续下降。**OPEC+披露协议国 5、6、7 月减产执行率分别为 87%、107 和 97%，5 月减产执行不足的伊拉克、尼日利亚等国将在 8-9 月补足减产额度。伊朗、委内瑞拉、利比亚三国 6 月产量合计 240 万桶/天，同比、环比-177、-33 万桶/天。我们预测若 8-12 月 OPEC 保证 100% 减产，且伊朗等 3 国 7-12 月产量与 6 月保持一致，且 OPEC 的 NGL 产量随原油产量同比例变动，则 OPEC+（含伊朗等 3 国和全部的 NGL 产量）2020 年产量同比-580 万桶/天。

图 16: OPEC 减产协议国产量（千桶/天）及减产执行率



资料来源: OPEC, 中信证券研究部

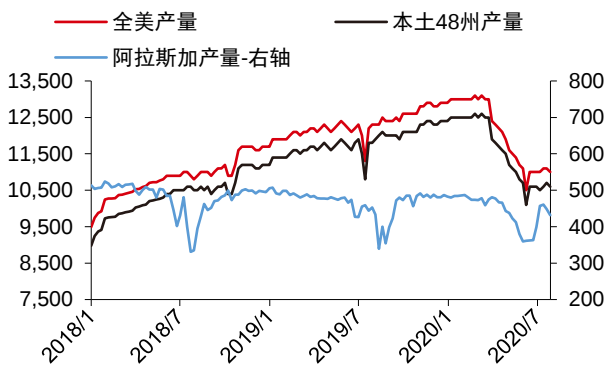
图 17: 伊朗等三国产量（千桶/天）



资料来源: OPEC, 中信证券研究部

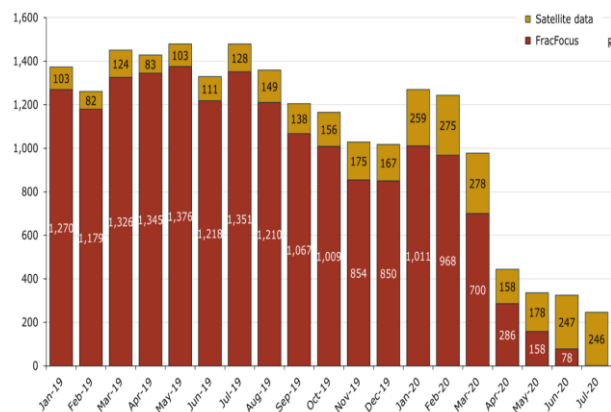
美国原油产量维持在 1100 万桶/天, 压裂井数已开始回升。6 月以来美国原油产量维持在 1100 万桶/天 (除 6 月 12 日受飓风影响下降至 1050 万桶/天)。卫星数据显示, 截止 7 月 22 日, 美国主要页岩油产区的当月压裂井数已与 6 月持平, 7 月压裂井数有较大可能环比回升, 结束了自年初以来的持续下跌趋势。美国原油产量 1080-1100 万桶/天的底部基本确认, 符合我们此前预测。我们预计 8-9 月美国原油产量有望开始回升, 但由于 2018-2019 年投产井大幅衰减, 页岩油企已申请破产, 我们预计美国原油产量可能在 2022 年前后才能回升至 1300 万桶/天的水平, 维持 2020 年美国、除 OPEC+ 以外的非 OPEC 国家原油+NGL 产量同比-96、-118 万桶/天的预测。

图 18: 美国原油产量（千桶/天）



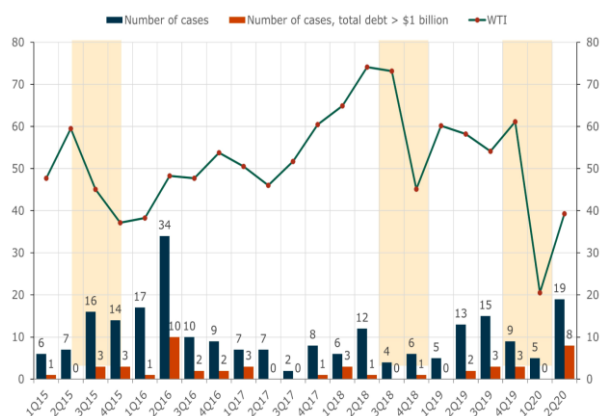
资料来源: EIA, 中信证券研究部

图 19: 美国页岩油压裂井数（单位：口，数据截止 7 月 22 日）



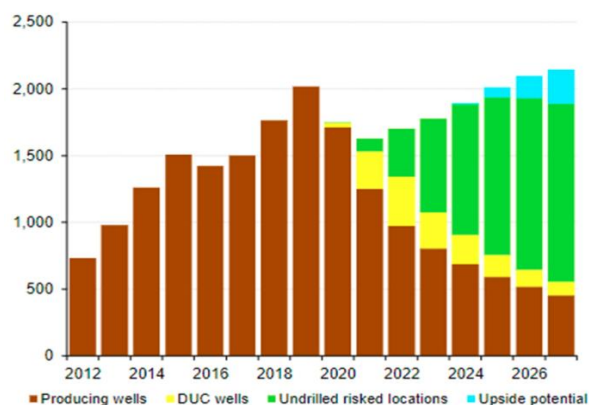
资料来源: Rystad Energy

图 20: 美国页岩油生产商破产数统计



资料来源: Rystad Energy, 中信证券研究部

图 21: Bakken 地区 2020-2027 年页岩油产量预测

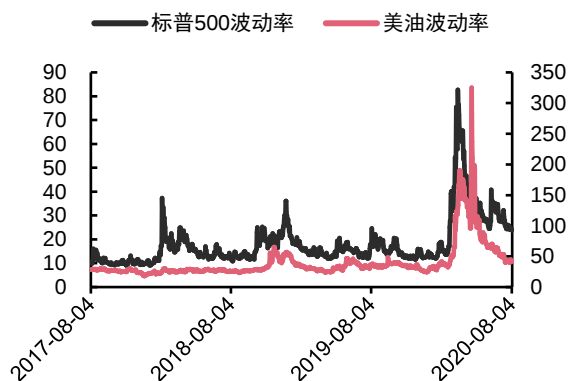


资料来源: Rystad Energy (含预测)

## ■ Contango 结构仍维持，金融因素助推油价

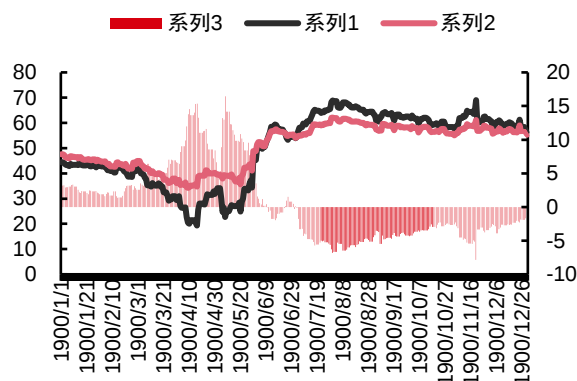
疫情初步受控，需求进入回升周期后，市场恐慌情绪退散，原油远期合约升水大幅收窄。随着复工的推进，全球需求已进入复苏周期，市场恐慌情绪开始消散，VIX 和 WTI 波动率指数均从高位大幅回落。由于 6 月显示的疫情反复的不稳定性与美国新增确诊人数不降反升，造成 6 月份原油多头持仓波动，但至暗时刻已过，市场整体情绪趋于稳定，多头仍占原油持仓主流。目前 Brent、WTI 的 Contango 结构均已趋于平缓。

图 22: 标普 500 指数波动率 (VIX) 和 WTI 原油 ETF 波动率



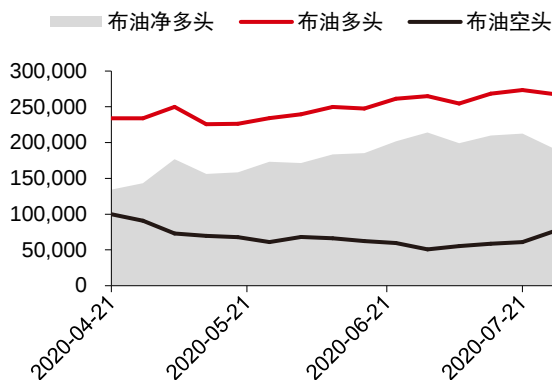
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: Brent 原油月差 (美元/桶)



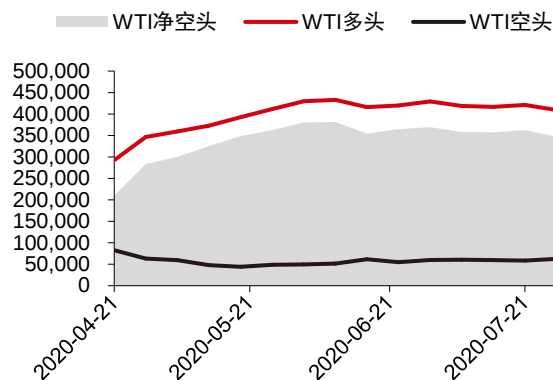
资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: WTI 月差结构与之类似

图 24: Brent 原油持仓变化 (张)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

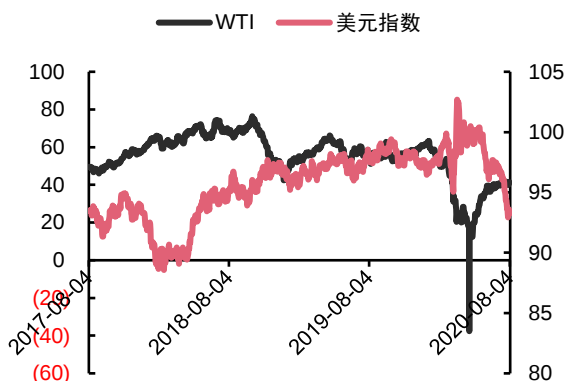
图 25: WTI 原油持仓变化 (张)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

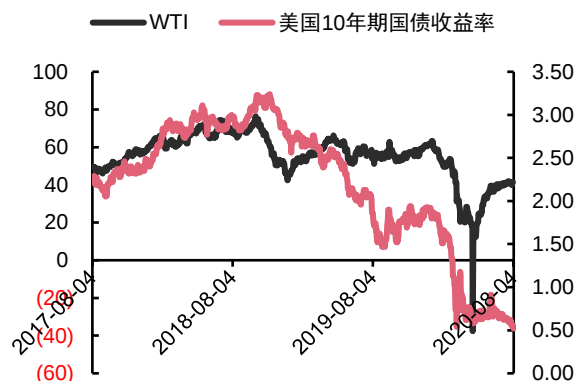
**美元指数持续回落, 量化宽松周期利好油价表现。**目前, 欧洲央行的基准利率仍为-0.50%, 美联储的利率区间也已下调至 0.00-0.25%, 疫情对全球经济的冲击效应显著。根据中信证券研究部宏观组观点, 预计未来 1-2 年内全球量化宽松的趋势仍将维持。后疫情时期美元指数的回落和全球整体利率中枢处于低位, 均将利好原油、黄金等大宗商品价格表现。

图 26: WTI 油价 (美元/桶) 及美元指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 27: 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

## ■ 油价展望: 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: 需求恢复同时需关注疫情反复情况, 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料均将超过国内, 假设欧美疫情未出现明显反复, 预计 2020 年 Q3、Q4、全年原油需求同比-751、-271、-875 万桶/天。5 月以来随着海外疫情得到控制, 逐步启动复工, 期间需求因疫情的轻微反复而有所波动。中长期来看, 预计全球原油需求整体持续逐步恢复, 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 2020 年 Q3、Q4、全年原油需求同比-751、-271、-875 万桶/天，其中中国需求削减主要集中在一季度，欧美等海外国家需求削减主要集中在二季度，并在三季度逐步恢复。

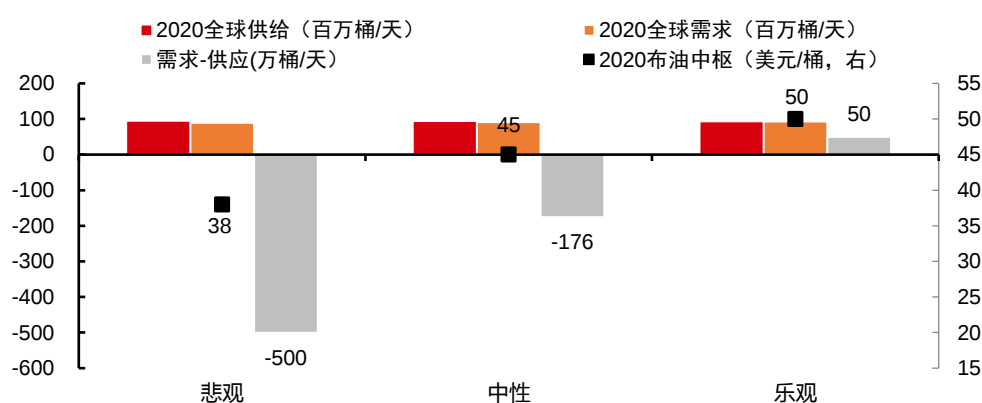
**供应端：目前减产情况良好，持续关注产油国减产情况，100%减产假设下，下半年、2020 全年原油供应同比-1061、-691 万桶/天。**我们分三种情景假设了供应端的减产情况，中性假设下：（1）OPEC+国家 8-12 月按照 770 万桶/天的额度 100%减产，伊拉克等 4 国 8-9 月弥补 5 月末减产的额度，伊朗等 3 国维持 6 月低产量水平，OPEC+全年同比-580 万桶/天；（2）美国原油产量 6-8 月维持低位 1100 万桶/天，9 月前后开始回升，年底回升至 1160 万桶/天，全年同比-96 万桶/天（原油 66+NGL29）；（3）巴西、挪威、加拿大等国抹去原计划的增产，中国小幅增产，合计全年同比-21 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 年供应分别同比约 -600、-699、-800 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-600 万桶/天                                           | 全年同比-699 万桶/天                       | 全年同比-800 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 60 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 | 低油价导致页岩油企业破产，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-370 万桶/天                            | 5 月起维持 100%执行减产，全年原油同比-418 万桶/天     | 5 月起维持超额减产，全年原油和 NGL 同比-460 万桶/天  |
| 委内瑞拉  | 7-12 月保持 6 月份产量水平至年底                                    |                                     |                                   |
| 利比亚   | 保持 6 月份的产量水平至年底                                         |                                     |                                   |
| 伊朗    | 保持 6 月份的产量水平至年底，几乎无出口                                   |                                     |                                   |
| 巴西等国  | 小幅减产，巴西、挪威、加拿大、圭亚那和中国原油全年同比-21 万桶/天，主要来自于加拿大（约-46 万桶/天） |                                     |                                   |

资料来源：中信证券研究部预测

图 28：不同情景下 2020 年原油供需及 Brent 油价中枢预测



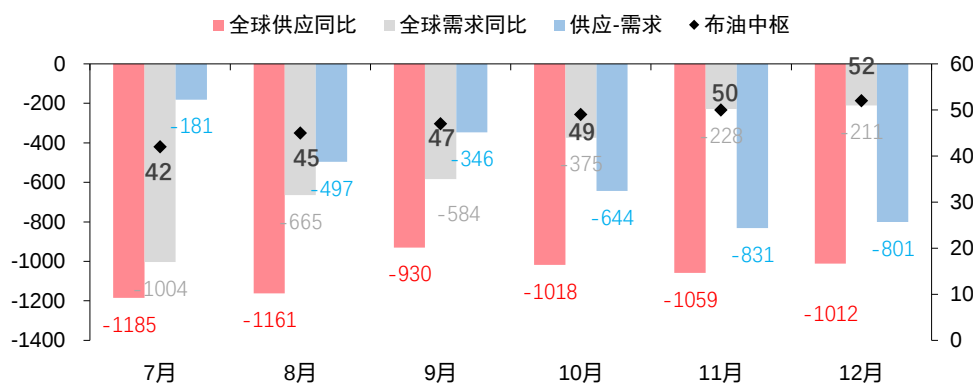
资料来源：中信证券研究部预测

## 油价展望：Q3 是再平衡关键阶段，中长期坚定看多

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，去库存周期初步显现，疫情反复可能造成波动，维持 2020 年油价 45 美元/桶预测。短期来看，目前油价已处于完全成本区间，由于疫情在国家持续存在，且仍有反复风险，需求的全面复苏仍需很长时间。需求逐渐恢复叠加产油国减产执行超预期，基本面开始逐步进入去库周期，油价中枢震荡上行。预计持续去库周期有望于 8 月前后全面启动，推动下半年油价持续回升，年底 Brent 中枢有望升至 50 美元/桶以上，维持全年布油中枢 45 美元/桶的预测。

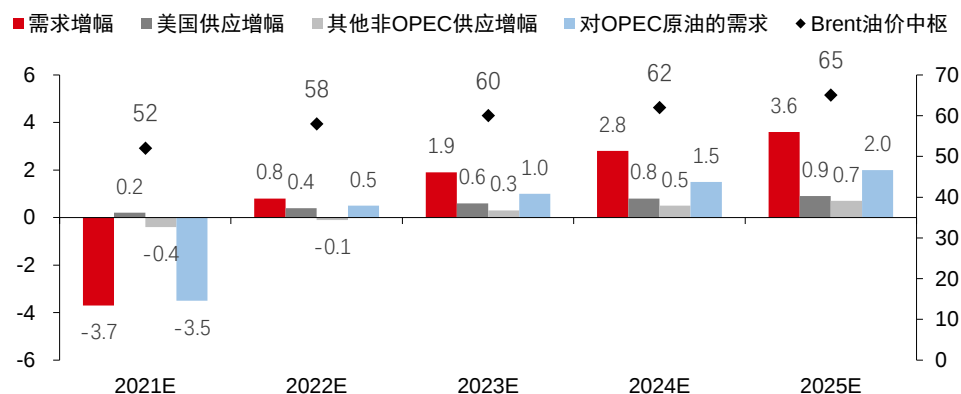
图 29：中性假设下 8-12 月原油供需平衡（万桶/天）及 Brent 油价预测（美元/桶）



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 2 年左右油价有望回升至 60 美元/桶以上。长期看，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明显下降。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。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，因此，若后续未出现经济危机、疫情、大规模武装冲突等不确定因素，预计 2021-2022 年布油中枢在 55~60 美元/桶区间，随后将随着供需格局的扭转进一步回升至 60 美元/桶以上。

图 30：2021-25 年全球原油供需（百万桶/天）相对 2019 年变动及油价（美元/桶）预测



资料来源：中信证券研究部预测

油价回升周期推荐低成本油企龙头中国海洋石油（H），聚酯、烯烃龙头恒力石化、桐昆股份、卫星石化，煤化工龙头宝丰能源、华鲁恒升、鲁西化工。长期推荐油服龙头中海油服（H）、中油工程和高股息炼化行业龙头中国石化（H），关注上海石化（H）、石化油服（H）、海油工程、博迈科。

表 2：重点公司盈利预测、估值与投资评级

| 简称        | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|-----------|------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|           |            | 2019    | 2020E | 2021E | 2019  | 2020E | 2021E |    |
| 中国海洋石油(H) | 7.67       | 1.37    | 0.37  | 0.75  | 5.5   | 20    | 9.90  | 买入 |
| 恒力石化      | 19.91      | 1.44    | 1.55  | 1.74  | 13.83 | 12.85 | 11.44 | 买入 |
| 桐昆股份      | 15.42      | 1.57    | 1.74  | 1.99  | 9.82  | 8.86  | 7.75  | 买入 |
| 卫星石化      | 19.35      | 1.2     | 1.48  | 2.92  | 16.13 | 13.07 | 6.63  | 买入 |
| 中国石化（H）   | 3.09       | 0.48    | 0.25  | 0.41  | 6.43  | 12.35 | 7.53  | 买入 |
| 中海油服（H）   | 14.09      | 0.52    | 0.82  | 0.93  | 27.1  | 17.18 | 15.15 | 买入 |
| 中油工程      | 2.90       | 0.14    | 0.13  | 0.17  | 20.71 | 22.31 | 17.06 | 买入 |
| 宝丰能源      | 10.60      | 0.54    | 0.57  | 0.77  | 19.63 | 18.6  | 13.77 | 买入 |
| 华鲁恒升      | 24.64      | 1.51    | 1.07  | 1.61  | 16.32 | 23.03 | 15.3  | 买入 |
| 鲁西化工      | 11.02      | 1.15    | 0.69  | 1.0   | 9.58  | 15.97 | 11.02 | 买入 |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 8 月 5 日收盘价，单位为人民币元

## ■ 风险因素

海外疫情出现严重反复；

产油国减产量不及预期；

中美争端加剧；

全球经济及金融系统性风险爆发。

---

## ■ 相关研究

- 石油石化行业国际油价点评：需求预期提升叠加金融因素，油价突破新高 (2020-07-22)
- 石油石化行业重大事项点评：重提供给侧改革，有望缓解中期国内炼化压力 (2020-06-18)
- 天然气行业 2020 年中期策略专题：疫情对天然气市场影响如何？ (2020-06-17)
- 烯烃行业 2020 年中期策略专题：全球烯烃扩产周期，低油价提升石脑油竞争力 (2020-06-16)
- 石油石化行业国际油价点评：供需格局仍很脆弱，坚定看好中长期油价回升 (2020-06-12)
- 国际油价 2020 年中期策略专题：预计全年 Brent 中枢 45 美元/桶，看好中长期油价持续回升 (2020-06-08)
- 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)