

国外新冠疫情扩散、OPEC+减产预期落空，原油价格大幅下挫，短期内炼油行业盈利下滑，地炼企业信用风险显著提升

工商企业一部 张岳

受新冠疫情海外持续扩散影响，全球经济增速下行，一季度原油需求下降，后期需求恢复情况将取决于海外疫情防控进展，整体来看，2020年全年原油需求增速下滑

2月中下旬，国外新冠疫情呈现扩散趋势，韩国、日本、伊朗、意大利等国疫情相继爆发，美国和欧洲也是疫情高风险区。3月11日，世界卫生组织（WHO）表示新冠疫情已经构成全球性大流行。国内新冠疫情已得到有效控制，3月12日，国家卫健委表示中国疫情高峰已经过去，疫情总体保持在较低水平。由于海外疫情加重，全球经济增速放缓，3月4日国际货币基金组织（IMF）预测全球经济增速低于2019年2.9%的水平，较此前3.3%的预测增速下调超过0.4个百分点。疫情导致全球需求疲软，工业生产、交通运输受到影响，石油等大宗商品消费下滑。国际能源署（IEA）3月9日预测，2020年全球原油需求同比下滑9万桶/天，其中2月约85%的下滑来自中国。

图表 1：全球原油需求及需求增速情况



资料来源：EIA，东方金诚整理

展望未来，基准情形下¹，预计 2020 年全球原油需求下滑 9 万桶/天，增速为-0.09%，同比减少 0.87 个百分点；其中一季度受疫情影响，需求下滑 1.51%，二季度仍处于较低水平，下半年伴随疫情逐步改善，需求增速保持增长，至四季度需求回归正常水平。美国方面，疫情风险逐步提升，叠加金融市场持续动荡、消费信心不足等因素，一季度原油需求有所下滑，二季度仍将处于较低水平，如果三季度疫情得到控制，其原油需求恢复增长。欧洲方面，由于新冠扩散爆发，需求将被拉至更低位置，前三季度原油需求呈现负增长，如果四季度疫情完全控制，原油需求有所增长。中国方面，伴随国内疫情得到有效控制，预计在一季度经历需求剧烈收缩后，二季度需求快速反弹，下半年继续保持增长。悲观情形下²，2020 年全球原油需求将减少 52 万桶/天，增速为-0.51%，其中前三季度需求均为负增长，四季度开始温和复苏。

图表 2 不同情景下新冠疫情得到完全控制对全球原油需求的影响 (单位: 百万桶/天、%)

预测指标	基准情形				悲观情形				
	全球	美国	欧洲	中国	全球	美国	欧洲	中国	
一季度	需求量	98.46	19.74	14.19	13.70	98.06	19.64	14.14	13.55
	需求增速	-1.51	-2.71	-3.21	-4.73	-1.91	-3.20	-3.55	-5.77
二季度	需求量	99.63	20.06	14.24	14.69	99.13	19.91	14.14	14.59
	需求增速	-0.61	-1.28	-3.78	0.14	-1.11	-2.02	-4.46	-0.55
三季度	需求量	101.84	20.79	15.01	14.66	101.34	20.64	14.91	14.56
	需求增速	0.42	0.53	-2.02	1.88	-0.07	-0.19	-2.68	1.18
四季度	需求量	102.70	20.80	14.96	15.05	102.40	20.70	14.86	15.00
	需求增速	1.32	1.22	0.74	3.01	1.03	0.73	0.07	2.67
全年	需求量	100.66	20.35	14.60	14.53	100.23	20.22	14.51	14.43
	需求增速	-0.09	-0.55	-2.06	0.09	-0.51	-1.16	-2.65	-0.60

资料来源：东方金诚整理预测

因未达成新的减产协议，二季度起沙特和俄罗斯原油产量将大幅提高，下半年美国页岩油产量增速趋缓，全球原油供给增速回落，整体来看，2020 年全年原油产量增速提升

3 月 6 日，OPEC+ 未能就进一步减产 150 万桶/天达成协议，按照此前约定，OPEC+ 减产协议将于 3 月底到期，即从 4 月 1 日起 OPEC+ 相关产油国不再承担减产义务，原油超供的预期主导市场。3 月 7 日沙特开始大幅调低其各类原油产品价格，并计划在 4 月将原油产量增加 20 万桶/天至 1000 万桶/天，如有需要可进一步扩产至 1200 万桶/天。美国能源

¹ 基准情形下，全球疫情拐点出现在二季度，并将于三季度得到全面控制和消除。

² 悲观情形下，全球疫情拐点出现在三季度，并将于四季度或更长时间得到全面控制和消除。

信息署 (EIA) 3 月 11 日预测, 2020 年全球原油供给同比增加 149 万桶/天, 其中一季度同比增加 19 万桶/天, 二季度同比增加 183 万桶/天。石油输出国组织 (OPEC) 3 月 11 日预测, 2020 年全球原油供给同比增加 180 万桶/天。因供应宽松导致的低油价将使大多数产油国财政收支失衡, 后续 OPEC+ 仍将有重启减产谈判的动力。

图表 3: 全球原油供给及供给增速情况



资料来源: EIA, 东方金诚整理

展望未来, 基准情形下³, 若 6 月 OPEC+ 能够达成减产协议, 预计 2020 年全球原油供给增速 1.48%, 同比增加 1.69 个百分点, 其中一季度受 OPEC+ 执行去年 12 月减产协议影响, 供给增速偏低; 二季度由于减产协议到期, 沙特和俄罗斯产量增长, 供给增速达到 1.82%; 下半年 OPEC+ 产量总体保持稳定, 但受美国页岩油产量增长趋缓影响, 四季度原油供给增

³ 基准情形下, OPEC+ 将于 6 月达成减产协议, 并根据原油需求情况做出相应的产量调整。

速有所下滑。合作情形下⁴，OPEC+能够在3月底前达成减产协议，并于二季度削减原油产量，预计2020年全球原油供给增速为0.31%，其中俄罗斯和OPEC为负增长，美国原油增速仍处于较高水平。竞争情形下⁵，沙特和俄罗斯博弈加剧，若12月仍未达成减产协议，全球原油供给将大幅增长，增速达到2.90%，其中沙特和俄罗斯依靠低油价挤占美国页岩油市场，美国原油供给增速下滑至6.82%，而OPEC和俄罗斯增速分别为2.61%和0.21%。

图表4 不同情景下OPEC+减产对全球原油供给的影响(单位:百万桶/天、%)

预测指标	合作情形				基准情形				竞争情形				
	全球	美国	俄罗斯	OPEC	全球	美国	俄罗斯	OPEC	全球	美国	俄罗斯	OPEC	
一季度	供给量	99.55	20.83	11.05	32.77	100.55	20.68	11.55	33.77	101.05	20.73	11.60	34.07
	供给增速	-0.81	10.15	-4.58	-8.92	0.19	9.36	-0.26	-6.14	0.69	9.62	0.17	-5.31
二季度	供给量	100.69	21.20	11.12	32.89	102.19	21.10	11.62	33.89	104.19	21.00	11.92	35.39
	供给增速	0.33	9.39	-2.54	-7.17	1.82	8.88	1.84	-4.35	3.82	8.36	4.47	-0.11
三季度	供给量	101.74	21.15	11.17	33.56	102.94	21.05	11.57	34.46	104.94	20.90	11.87	35.86
	供给增速	1.64	8.52	-2.70	-2.58	2.84	8.00	0.78	0.03	4.84	7.23	3.40	4.09
四季度	供给量	101.67	21.02	11.27	33.65	102.67	20.92	11.57	34.45	103.87	20.72	11.77	35.65
	供给增速	0.10	3.80	-1.91	-3.33	1.08	3.31	0.70	-1.03	2.26	2.32	2.44	2.41
全年	供给量	100.91	21.05	11.15	33.22	102.09	20.94	11.58	34.14	103.51	20.84	11.79	35.24
	供给增速	0.31	7.91	-2.94	-5.54	1.48	7.33	0.76	-2.91	2.90	6.82	2.61	0.21

资料来源:东方金诚整理预测

受新冠疫情全球扩散、OPEC+减产预期落空影响，国际原油价格暴跌，上半年将持续处于低位，下半年或将有所反弹

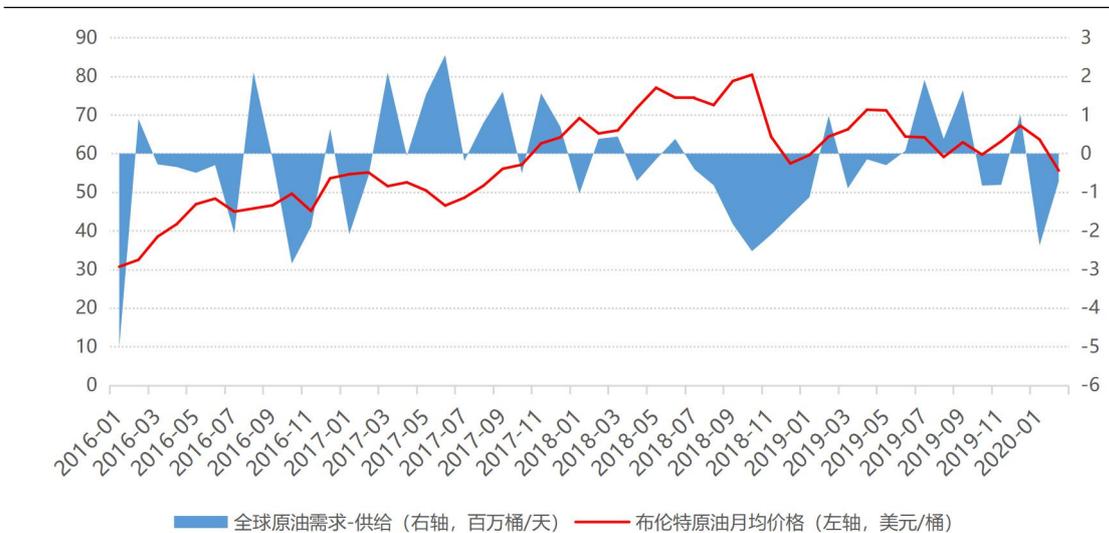
2020年以来，原油价格持续下探。1月中下旬，受中国新冠疫情爆发、实行交通管制影响，原油需求大幅下滑，布伦特原油价格从1月20日的64.56美元/桶下跌至2月10日的53.40美元/桶。2月中下旬，疫情海外扩散加剧，原油需求疲软持续，油价持续下跌。3月6日，OPEC+未能达成协议并准备扩大产量，原油供给端超预期宽松，布伦特原油价

⁴ 合作情形下，OPEC+将于3月达成减产协议，并根据原油需求情况做出相应的产量调整。

⁵ 竞争情形下，OPEC+将于12月或更长时间达成减产协议，并根据原油需求情况做出相应的产量调整。

格暴跌至 3 月 11 日 34.99 美元/桶，跌幅达到 30%。3 月 5 日，美联储已下调基准利率 50 个基点至 1%-1.25%，3 月 16 日，美联储再次宣布将基准利率区间降至 0-0.25%，并推出了 7000 亿美元的大规模量化宽松计划，以应对受疫情冲击的金融市场以及实现就业最大化和物价稳定的目标。受本轮降息影响，美元指数持续走弱，对油价提供一定支撑，但短期内原油供给宽松、需求疲软格局持续，原油价格仍将处于历史低位。

图表 5：布伦特原油月均价格与全球原油供需缺口情况



资料来源：EIA，Wind，东方金诚整理

展望未来，基准情景下⁶，若三季度疫情得到控制和消除，同时 OPEC+ 三季度实现减产，预计 2020 年全年油价中枢 50 美元/桶。分季度来看，因 OPEC+ 增产，且海外疫情在二季度仍难以消除，油价底部将位于二季度，底部价格 25 美元/桶左右，下半年随着供需均出现利好，油价将有所反弹，四季度油价中枢达到 55 美元/桶左右。悲观情景下⁷，若四季度疫情无法得到控制和消除，同时 OPEC+ 至四季度也未能实现减产，全球原油需求疲软、供给宽松将持续更长时间，预计 2020 年全年油价中枢 40 美元/桶，底部价格 20 美元/桶左右。

短期内成品油价格大幅下调外加库存跌价，炼油企业盈利下行，自有销售渠道匮乏及开

⁶ 基准情景下，供给的基准情形和需求的基准情形同时发生。

⁷ 悲观情景下，供给的竞争情形和需求的悲观情形同时发生。

工率低的地炼信用风险显著提升，下半年油价反弹，炼油企业盈利将有所改善，全年整体盈利下滑、信用风险上行加剧

随着原油价格持续暴跌，国内成品油价格将出现大幅下调。2月19日，汽油和柴油最高零售指导价分别为7105元/吨和6140元/吨，较2月5日分别下调400元/吨和415元/吨。3月17日，汽柴油最高零售指导价分别下调1015元/吨和975元/吨，折合标准品汽柴油分别下调0.73元/升和0.83元/升。近期成品油价格大幅下调，同时疫情压制成品油销量，外加库存跌价损失，短期内炼油企业业绩仍难以提振。国有企业和地炼企业分化加剧，中石油、中石化等龙头企业依靠规模、销售渠道等优势，成品油销售保障程度显著高于地炼企业，盈利仍将保持稳定。部分地炼企业自有销售渠道有限，成品油库存高企、开工率较低，盈利下滑较快。

按照国内成品油定价机制，若国际油价处于40美元/桶下方，成品油价格将与国际油价脱钩，即形成地板价。同时，由于炼油企业进口原油一般需要提前1-2个月左右，近期原油价格暴跌导致成本端的利好在二季度将初步体现。二季度，国际油价仍处低位，同时在成品油地板价的托底作用下，炼油企业将出现套利空间，预计5月起炼油企业开始享受低油价红利，盈利将有所恢复。下半年，若疫情得到控制消除，同时OPEC+执行减产协议，油价将有所反弹。受益于原油价格上涨带来的库存收益，同时，油价中枢下移带来生产成本节约，炼油企业盈利水平较上半年将有所改善。

图表 6：国内成品油最高指导价格走势



资料来源: Wind, 东方金诚整理

全年来看,成品油需求放缓、产品价格下滑的趋势不变,受上半年业绩下滑拖累,炼油企业全年盈利仍将有所下降,炼油企业信用风险上行加剧。国有企业开工稳定、成品油销售渠道有保障,且产品构成中化工品占比较高,由于化工品价格降幅小于原油价格跌幅,其盈利更有保证,信用风险仍将处于较低水平。地炼企业信用风险仍然较高,在盈利下滑的背景下,部分缺乏下游销售渠道、债务规模大且区域互保风险增大的地炼企业信用风险将显著提升。

声明:本报告是东方金诚的研究性观点,并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息,东方金诚进行了合理审慎地核查,但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发,引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。