

疫情专题：交通管制成品油需求受限，炼油企业短期内信用风险上行，销售受阻、库存高企的地炼信用风险提升较快

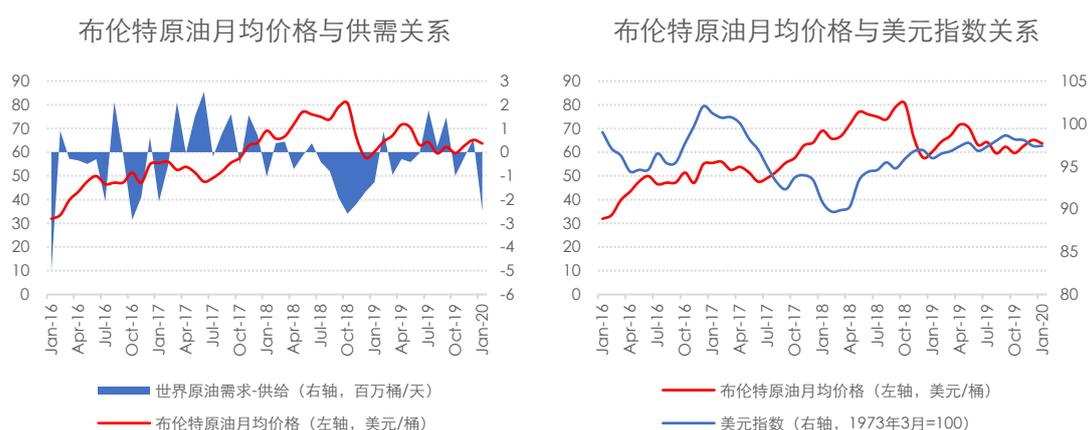
工商企业一部 张岳

短期内新冠疫情导致全球原油需求下挫，叠加美元走强，一季度原油价格位于全年油价最低区间；中长期疫情影响边际递减，一季度后油价将有所反弹，全年油价中枢下移

需求方面，中国原油消费约占全球的 15%。此次疫情导致国内工业生产、交通运输受到影响，全球原油需求相应有所下降。1 月世界和中国原油需求较去年 12 月下滑 3.49% 和 3.69%，预计 2020 年一季度世界和中国原油需求增速分别为 0.31% 和 1.97%，同比分别下降 0.37 个百分点和 1.11 个百分点。从供给来看，1 月 OPEC 已开始执行 12 月的减产协议，同时 1 月美国原油产量小幅减少，原油供给整体有所减少，1 月全球原油产量较去年 12 月下降 1.06%，预计 2020 年一季度世界原油供给增速 0.12%，同比下降 0.94 个百分点。

受新冠疫情影响，国际原油价格大幅下挫。截至 2020 年 2 月 10 日，布伦特和 WTI 原油价格分别为 53.27 美元/桶和 49.57 美元/桶，较 2019 年末分别下降 19.29% 和 18.82%。短期来看，疫情正推动全球原油进入过剩状态，叠加美元走强等因素，在基准情形下¹，预计 2 月至 3 月为全年油价最低区间，油价下限 50 美元/桶。悲观预期下²，疫情拐点延后，油价继续探底，预计油价底部价格 45 美元/桶左右，在疫情改善后将有所反弹。

图表 1：布伦特原油价格走势情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

中长期看，疫情影响将边际递减，叠加中美贸易争端缓和等利好因素，需求端有望改善，预计 2020 年世界原油需求增速 1.02%，同比增加 0.27 个百分点。供给方面，美国页岩油

¹ 基准情形下，疫情防控比较得力，防控效果持续显现，到 3、4 月份就实现完全控制。

² 悲观预期下，疫情情况短时间内未出现明显转好，或集中返工带来疫情的二次扩散，持续至二季度，甚至下半年或更长时间。

产量增速趋缓,同时 OPEC+或将进一步减产,若 3 月举行的部长级会议达成新的减产协议,将在一定程度上支撑油价,预计 2020 年世界原油供给增速 1.30%,同比增加 1.47 个百分点。在全球经济增速企稳的背景下,预计 2020 年油价先抑后扬,全年油价中枢 60 美元/桶,较 2019 年油价中枢下移 5 美元/桶左右。

短期内交通管制成品油需求受限,成品油库存压力增大、价格下调,中长期成品油供需宽松格局持续,成品油价格仍将面临较大下行压力

短期内国内成品油需求总体呈下滑趋势,汽油、柴油受封城限行、交通管制影响,需求下滑较多,煤油受航班停运影响有限需求相对稳定。以 2003 年“非典”时期的汽油表观消费量作为参考,在疫情最严重的 5 月全国汽油表观消费量同比和环比分别下降 5.84%和 9.97%,预计此次疫情短期内对国内汽柴油需求的影响至少与“非典”时期相当。在基准情形下,预计 2 月成品油需求同比下滑 6%左右;悲观预期下,交通、物流管制持续,下游需求仍疲软,预计下滑幅度更大。

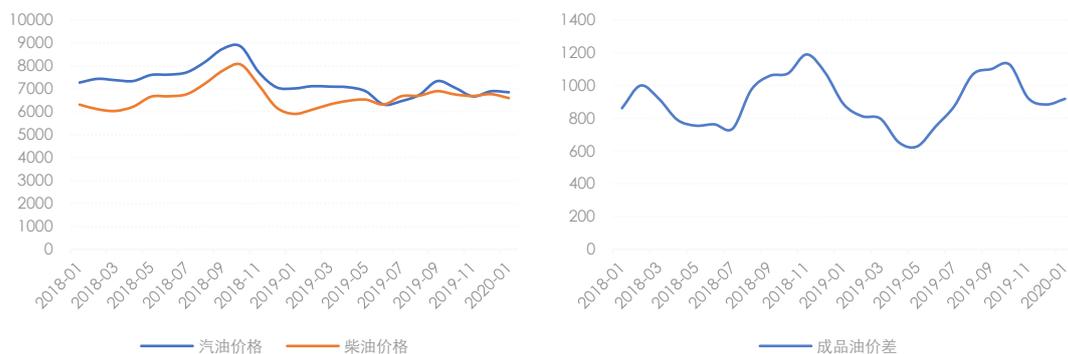
供给方面,多数炼厂 1 月下旬起已开始降低开工率,中石化华北、华东、华南炼厂开工率平均降幅分别在 10%-20%,位于疫情中心的华中部分炼厂降幅达 40%;中国中化、中海油预计降负荷 5-10%。地炼方面,截至 2020 年 2 月 5 日,地炼常减压装置开工率 47.76%,较 2019 年末下降 22.88 个百分点。受疫情导致成品油外运和销售受阻,在基准情形下,短期内成品油库存压力仍将显著加大。国有企业开工率下降幅度相对较小,主要是国有企业拥有下游销售渠道优势,同时其炼厂规模较大、一体化程度高,对生产连续性有一定的要求。地炼企业受成品油销售渠道有限影响,库存压力显著加大,因而大幅压低开工率。悲观预期下,疫情拐点延后,交通管制继续推高成品油库存,开工率仍将处于低位,部分地炼企业因销售受阻,被迫停产检修。

受需求疲软以及库存高企影响,成品油价格明显下滑,截至 2020 年 2 月 5 日,汽油和柴油价格较 2019 年末分别下调 420 元/吨和 405 元/吨。短期来看,疫情压制成品油需求,成品油消费仍将呈现量价齐跌态势,在基准情形下,预计 2020 年一季度炼油行业收入有所下滑;因原油价格大幅下滑,炼油成本阶段性下降,短期内成品油价差增加、毛利率将有所提高。悲观预期下,疫情导致需求低迷,炼油行业收入大幅下滑,同时由于原油价格继续下滑,成品油价格在成本端缺乏支撑,价差持续回落。

中长期看,疫情消除后,成品油需求复苏、销售压力缓解,但考虑到 2020 年汽车销量下滑以及新能源动力替代效应,需求总体仍将有所下滑,预计 2020 年国内成品油需求增速 -4.00%,同比增加 0.50 个百分点。供给方面,“三桶油”扩产以及民营大炼化投产等因素对冲淘汰地炼落后产能影响,国内成品油供给仍宽松,预计 2020 年国内成品油供给增速 1.00%,同比增加 2.50 个百分点。受成品油供给宽松、需求疲软,2020 年成品油价格仍将面临较大的下行压力,预计成品油全年价格走势呈“倒 N”,即前期价格下滑后小幅反弹,后期价格

仍将下降。

图表 2: 国内成品油价格及价差



资料来源: Wind, 东方金诚整理

短期内炼油企业信用风险整体上行, 销售受阻、库存高企的地炼企业信用风险提升较快, 中长期炼油企业信用风险上行幅度加大, 部分债务规模及互保风险大的地炼信用风险仍将显著提升

短期内, 炼油企业盈利能有所下滑, 信用风险整体上行。疫情导致成品油销量下滑、价格下跌, 短期内企业营收承压, 预计 2020 年一季度炼油企业盈利有所下滑, 国有企业和地炼企业分化加剧。中石化、中石油等龙头企业依靠规模、销售渠道等优势, 盈利仍将保持稳定。中化能源、中化油气、华锦股份等国有炼油企业生产小幅下降, 但其装置规模大、一体化程度高, 且成品油销售顺畅、库存可及时消化, 盈利小幅下滑。部分山东地炼企业销售渠道有限, 短期内成品油库存高企, 被迫压低开工率, 盈利能力下滑较快。

中长期, 成品油需求放缓、产品价格下滑的趋势不变, 预计 2020 年全年炼油企业盈利仍有所下降, 信用风险仍将保持上行态势。国有企业信用风险上行幅度较小, 其中开工稳定、销售渠道有保障且债务负担轻的国有企业信用风险保持稳定; 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。