

俄油的进击，页岩油的黄昏！



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
 行业 石油化工行业
 报告发布日期 2020年03月19日

如果复盘本轮油价暴跌，我们可以看出俄罗斯不减产起了决定性作用。但作为经济上高度依赖油价的俄罗斯为何会采取这种看似极不理性的行为呢？就我们分析其根本目的还是希望通过挑起产油国价格战最终倒逼页岩油产能退出，进而改善原油市场供给格局和为长期油价上涨创造条件，具体分析如下：

核心观点

- **俄罗斯为何不减产：**与16年初原油市场因供给过剩而暴跌不同，当前市场主要矛盾是疫情引发的全球需求断崖式下滑，其幅度之大显然是单靠俄罗斯和沙特联合减产所无法逆转的。继续单方面减产，最后只会被页岩油渔翁得利，既不能提振油价，还会继续丧失现有的市场份额。此时唯一的合理方式就是通过价格战倒逼高成本产能退出，最终实现供需再平衡。从这个角度看，在几大主要产油国中处于成本曲线右端的页岩油显然最应该承担减产责任。
- **页岩油竞争力堪忧：**过去几年页岩油成本虽大幅降低，但完全成本仍有40-50美金/桶、现金成本也高于30美金/桶。而且相比利润率，页岩油企业更大的软肋在于自由现金流和资产负债表的厚度。由于需要不断投入大量资本开支，其自由现金流也长期为负，本质上是通过高负债烧钱的方式和传统油田竞争，近期油价暴跌对其无疑是一记沉重打击。
- **页岩油正迎来债务危机：**目前页岩油企业基本已丧失股权融资能力，而未来几年又将迎来还债高峰，累计到期债务高达400亿美金，此时俄油陡然发难无疑一下子勒紧了页岩油企业的债务锁链。近期即使美联储大幅降息，页岩油企业债券价格仍然暴跌，这也意味着未来融资成本会大幅提升，现金流和竞争力都将继续恶化。随着沙特低成本产能重返市场，页岩油预计要出让200万桶/天的份额才能平衡供需。
- **美国收储能解决产能过剩吗：**就我们分析，收储只能延缓危机而无法从根本上解决问题。首先本轮油价暴跌主要是源于结构性问题而非单纯的周期问题。换言之疫情带来的需求下滑只是催化剂，更根本的原因还是供给格局不合理。其次仅从短期供需看，美国战储空间大体只能多消化约一个月的沙特原油增产量，如果疫情在4月底得不到有效控制，则原油市场后续仍将面临供给过剩。

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰
 021-63325888-5101
 zhaochen1@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860511120005

联系人 杨奇
 021-63325888-7540
 yangqi@orientsec.com.cn

投资建议

- 从投资角度看，我们判断未来很长一段时间油价都难有大的起色。就具体行业而言，在前期高价库存消化后，受益于成品油地板价，国内民营炼化企业在炼油端的盈利预计会有明显改善，而化工端也将受益于油价暴跌带来的对煤化工和化工的成本优势提升，因此相对我们比较看好其2季度的股价表现，受益标的为恒力石化(600346, 买入)、恒逸石化(000703, 买入)、荣盛石化(002493, 增持)；另外涤纶行业在油价企稳后，受益于成本下降和需求企稳，盈利也有望改善，建议关注桐昆股份(601233, 买入)、新凤鸣(603225, 未评级)。

风险提示

- 供给波动风险；需求下滑风险

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 俄罗斯主导了本轮油价暴跌	4
1.1 俄罗斯为何不减产?	4
1.2 本轮到底谁应该减产?	5
2. 页岩油是否可堪一战?	5
2.1 页岩油正迎来债务危机	6
2.2 美国收储能否解决产能过剩?	7
2.3 低油价加速了美国经济衰退	8
3. 投资建议	9
4. 风险提示	9

图表目录

图 1: 13 年至今三大产油国产量变化 (万桶/天)	4
图 2: 16 年之后页岩油产量 (万桶/天, 左轴) 和钻机数 (台, 右轴) 变化	5
图 3: 美国页岩油产区完全成本变化 (美元/桶)	6
图 4: 33 家上市页岩油企业合计自由现金流 (左轴, 亿美元) 及油价 (右轴, 美元/桶)	7
图 5: 页岩油到期债务统计图 (亿美元)	7
图 6: Apache 十年期企业债价格暴跌 (美元/张)	8
图 7: Pioneer 十年期企业债价格暴跌 (美元/张)	8

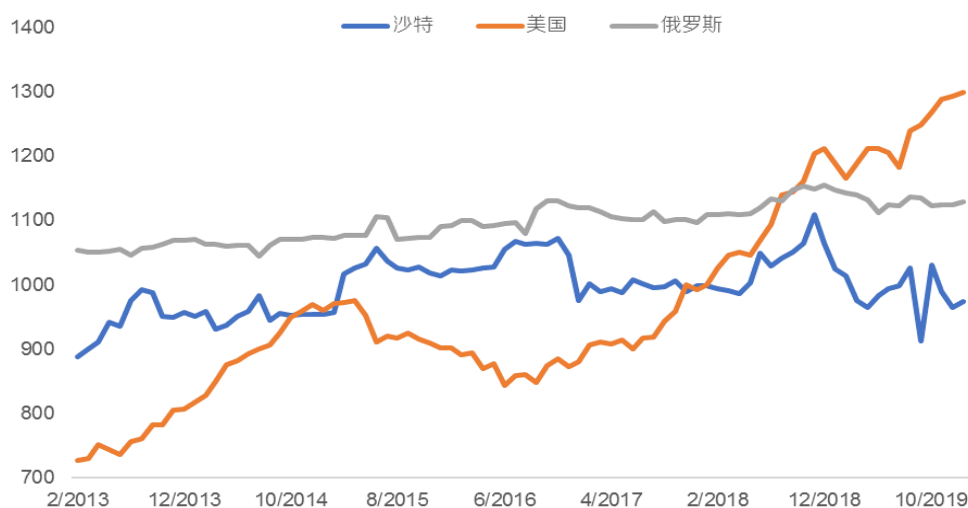
1. 俄罗斯主导了本轮油价暴跌

近期油价在短暂反弹后再次跌至 30 美元/桶之下，即使面对如此低迷的油价，主要产油国沙特和俄罗斯仍纷纷表示要继续扩产抢夺市场份额，完全没有任何退让的迹象，油价向上拐点自然也就遥遥无期。应该说过去几年原油市场脆弱的供需主要就是靠 OPEC 产油国减产来平衡，其中沙特减产力度最大，达到了 100 万桶/天，占整个 OPEC 的 50% 以上。面对本轮疫情引发的需求下滑，沙特呼吁各产油国加大减产幅度来化解短期危局，并且还主动承担了最大的减产责任。但令人意外的是俄罗斯居然拒绝跟进，此举也直接将石油市场推向了囚徒困境的死局，倒逼沙特只能恢复产量、积极应战，进而引发了后续油价暴跌。如果复盘本轮油价暴跌，可以说俄罗斯起了决定性作用。但问题在于作为在经济上高度依赖油价的俄罗斯为什么要采取这种近乎于两败俱伤的自杀式攻击？其背后的逻辑何在？就我们分析，俄罗斯此举虽看似不理性，其实背后是有着精确的计算和冷静的决策。其真正的矛头并非指向沙特，而是北美的页岩油。即市场认为不减产是“无理手”，对俄罗斯来说却是“本手”，只是在维护自身的合理诉求而已，具体原因如下：

1.1 俄罗斯为何不减产？

与 16 年初原油市场因供给过剩而暴跌不同，当前市场主要矛盾是疫情引发的全球需求断崖式下滑，其幅度之大显然是单靠俄罗斯和沙特联合减产所无法逆转的。如果后续疫情得不到有效控制，即使再减产对油价的支撑作用也有限。更为关键的是上次减产，OPEC 付出巨大产量代价的结果却是美国页岩油借机大幅增产。过去几年美国累计增产幅度高达 400 万桶/天，以至于其现在已经超越沙特成为全球最大产油国。页岩油产量快速增长也抵消了 OPEC 减产的效果，近几年油价依然疲弱。可以说在目前供给格局下，任何没有页岩油参与的减产，其实际效果都非常有限。继续单方面减产，最后只会被页岩油渔翁得利，既不能提振油价，还会丧失现有的市场份额。因此对于俄罗斯来说，此时与其牺牲自身利益去和沙特一起挽救一个根本无法挽救的危局，还不如跳出短期得失，从更大的战略高度来思考一个石油市场更为根本的问题，即在供给过剩时到底谁应该减产？！

图 1：13 年至今三大产油国产量变化（万桶/天）

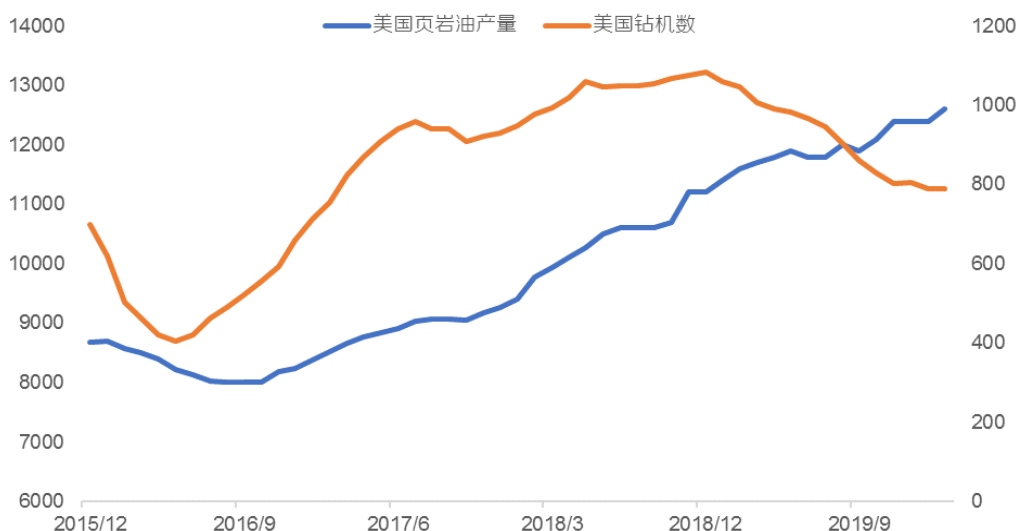


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

1.2 本轮到底谁应该减产？

原油作为强周期行业，历史上经历过无数次产能过剩带来的景气低迷。与其他同质化的大宗商品一样，此时唯一的合理方式就是通过价格战倒逼高成本产能退出，最终实现供需再平衡。从这个角度看，在几大主要产油国中处于成本曲线右端的页岩油显然最应该承担减产责任。其实在 16 年油价跌破 30 美元/桶时，页岩油企业也确实出现了大规模破产、减产规模超过了 100 万桶/天。但其后沙特却很神奇的下了缓手，以承担最大减产责任为代价推动了 OPEC+俄罗斯达成冻产协议，让本已奄奄一息的页岩油又再次死灰复燃，甚至愈演愈烈。坐拥全球最低成本油田和最大产能，沙特理论上能打赢任何价格战，而且历史上也确实打赢了每一场价格战。在俄罗斯看来，凭借着成本端的硬实力，沙特完全没必要向页岩油让渡市场份额，即使要达成冻产协议维持油价，也应该将页岩油包含在内，而不是一味纵容其搭冻产便车借机扩大产能，抢占本属于 OPEC 的市场份额。只不过上一轮冻产代价几乎全部由沙特和其他 OPEC 国家承担，所以俄罗斯也没有动机明确反对。但本轮单靠沙特减产明显无法解决问题，俄罗斯也必须承担相当的减产责任，每年要减少上百亿美元的收入。这对俄罗斯来说无疑是难以接受的。所以其主动挑起矛盾倒逼沙特入局，目的还是要拉上沙特一起用价格战的方式逼迫在上一轮暴跌中就被扼杀的页岩油产能退出，以付出短痛的代价来实现供给格局改善，为油价长期上行打下基础。

图 2：16 年之后页岩油产量（千桶/天，左轴）和钻机数（台，右轴）变化



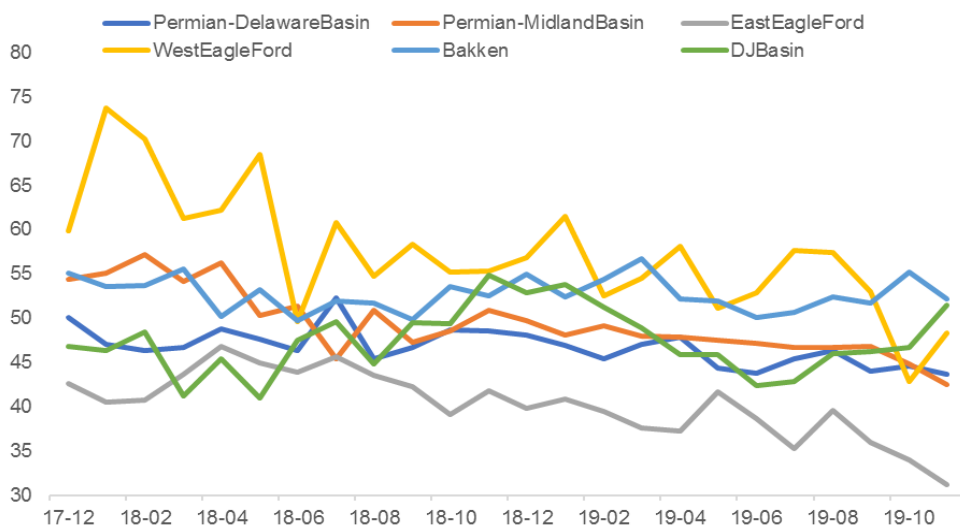
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

2. 页岩油是否可堪一战？

过去几年页岩油成本虽大幅降低，但完全成本仍有 40-50 美金/桶、现金成本也高于 30 美金/桶。而沙特和俄罗斯披露的现金成本（lifting cost）都只有几美元，即使有宣传美化的成分，但远低于页岩油还是大概率事件。而且相比利润表，页岩油企业更大的软肋在于自由现金流和资产负债表的厚度。与传统油田一旦建成，后续资本开支有限不同，页岩油需要不断资本投入才能维持现有产能。

而且从历史看其自由现金流也长期为负，每年需要外部融资高达上百亿美元，本质上是通过烧钱的方式和传统油田竞争。只不过美国长期量化宽松给了页岩油低成本股权和债券融资的外部条件，所以俄油即使对此不以为然，在没有沙特配合的情况下也很难戳破这个产业泡沫。可是疫情却给了俄罗斯一个绝好的反击机会，可以通过惹怒沙特来引爆产油国间的全面价格战，进而实现倒逼页岩油产能退出的目的。而这对依赖高负债经营的美国页岩油产业来说无疑是一记沉重打击。

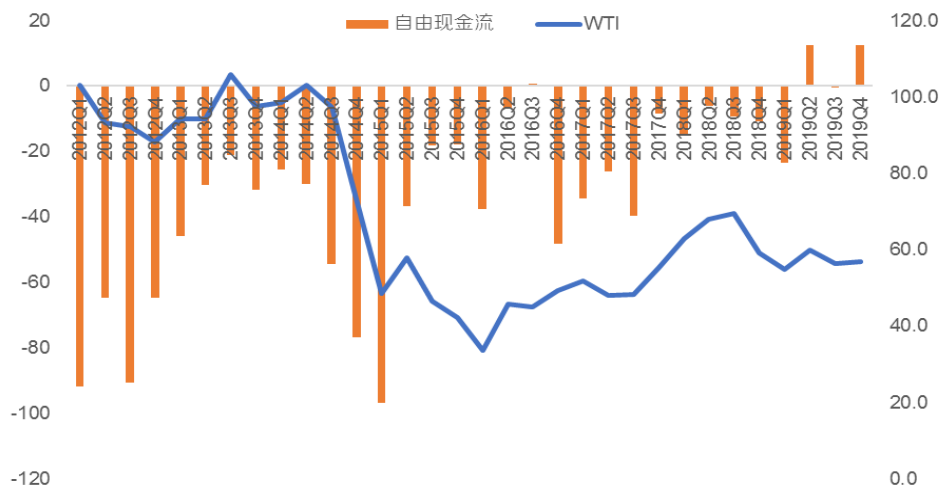
图 3：美国页岩油产区完全成本变化（美元/桶）



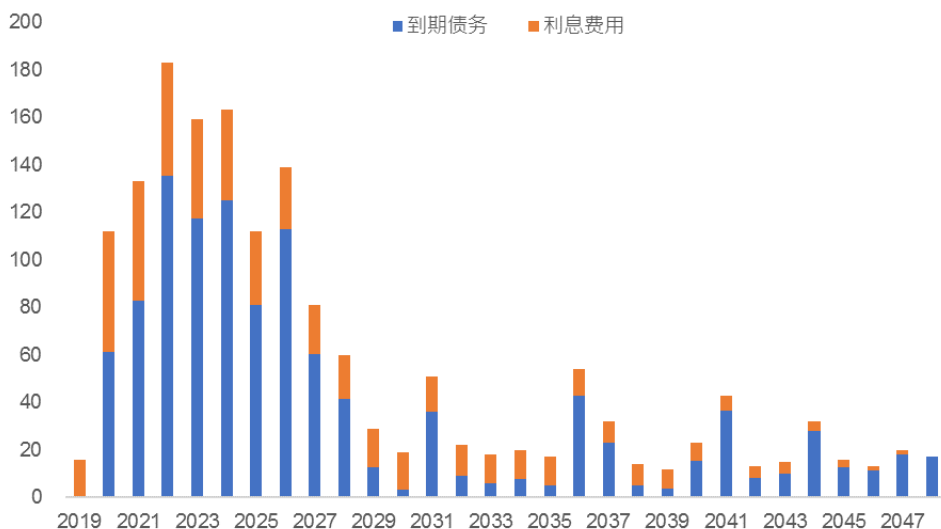
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

2.1 页岩油正迎来债务危机

16年初油价也跌破过30美元/桶，但当时资本市场还只将其视为极端情况，仍有大量资本涌入该行业抄底，使得一批本已破产的企业又死灰复燃。但这几年的惨淡现实让资本市场彻底认清了当前油价水平下页岩油企业根本没有自由现金流创造能力，已不愿意再投资于该行业。因此即使经历了过去10余年的美股大牛市，页岩油板块整体市值还是低于08年，估值更是普遍也只有几倍PE和零点几倍PB，完全丧失了股权融资能力，只能依赖债券融资。而未来几年页岩油企业又将迎来还债高峰，累计到期债务高达400亿美金，此时俄油陡然发难无疑一下子勒紧了页岩油企业的债务锁链。近期即使美联储大幅降息，页岩油企业债券价格仍然暴跌，这也意味着未来融资成本会大幅提升，现金流和竞争力都将继续恶化。随着沙特低成本产能重返市场，页岩油预计要让出200万桶/天的份额才能平衡供需。这也意味着其要大幅减产，甚至不排除会迎来一轮大规模的破产潮，近期已经有很多企业开始裁员，其中还不乏油气巨头。可以说传统油田对页岩油全面清算的大幕已经拉开了，美国页岩油产业正在面临严重的生存考验。

图 4：33 家上市页岩油企业合计自由现金流（左轴，亿美元）及油价（右轴，美元/桶）


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：页岩油到期债务统计图（亿美元）


资料来源：Rystad Energy，东方证券研究所

2.2 美国收储能否解决产能过剩？

页岩油企业的困境也逼迫美国政府采用非市场化方式参与竞争，宣布大规模收储。但就我们分析，收储只能延缓危机而无法从根本上解决问题。首先本轮油价暴跌主要是源于结构性问题而非单纯的周期问题。换言之疫情带来的需求下滑只是催化剂，更根本的原因还是供给格局不合理，即高成本的页岩油产量占比超出了合理水平，而这又是以侵占全球最低成本生产商沙特份额实现的。一旦沙特改变策略开始恢复产能，页岩油单靠自身实力根本无法与之竞争。其次仅从短期供需看，美国

战储空间大体只能多消化约一个月的沙特原油增产量,换言之如果疫情在 4 月底得不到有效控制,则原油市场后续仍将面临供给过剩。其实从历史看,任何商品都无法靠收储来改变原有周期的运行趋势。因此除非美国采取更进一步的非市场化方式干预油价,否则市场真正的供需平衡还是要依靠页岩油产能退出。但页岩油产量调整需要时间,因此在没看到大规模高成本产能退出之前,未来很长一段时间油价都难有起色。

2.3 低油价加速了美国经济衰退

低油价在直接打击了美国页岩油产业的同时,也间接加速了美国经济衰退。首先疫情已经导致市场对未来经济增速很不乐观,此时油价暴跌又强化了通缩预期,削弱了联储降息对经济的刺激效果。其次页岩油类债券占美国企业债比重很高,低油价导致其违约风险大幅提升和债券价格暴跌,引发了大量高杠杆对冲基金不得不动用降杠杆,这又进一步放大了整个债券市场的波动率,并带来更大的抛压。以至于上周美债出现了山呼海啸般的卖盘,倒逼联储不断紧急降息救市。但由于美国降息本就空间有限,此举也将 30 年期美债利率压至近乎为零,这又带来如付鹏总所言的债券配置方面更为严重的问题。因此美国快速进入零利率时代短期对经济的提振作用很有限,未来还很难退出,综合而言是一个收益有限但是成本极高的政策选择。

图 6: Apache 十年期企业债券价格暴跌 (美元/张)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 7: Pioneer 十年期企业债券价格暴跌 (美元/张)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

当然对于市场暴跌,无论是疫情还是油价最多只是个导火索,根本原因还在于此前联储持续量化宽松推动的股债双牛持续时间太长且波动率过低,导致资本市场积累了过高的杠杆,一旦波动率加大就会形成负向踩踏。另外过去 10 年在量化宽松刺激下,美国很多企业为了迎合华尔街需求,不断通过分红回购来提振股价,甚至畸形到举债分红的程度。以美国最大工业企业波音为例,13-18 年波音董事会大手笔的拿出 407 亿美元回购、161 亿美元分红,而同期净利润却只有 387 亿美元,以至于净资产都被降至负值。这种靠加杠杆提升 ROE 的方式短期虽推动了股价上涨,但也导致资产负债表变得非常脆弱,容错度很低。作为美国制造业皇冠上明珠的波音近期居然走到了濒临破产,需要政府救助的地步,不禁让人唏嘘。其实回顾过去这 10 年,基础科学停滞不前、奢靡和感官主义盛行、贫富差距扩大、区域冲突不断,所有这些矛盾都只是不断用放水来掩盖。因此疫情可能只是一个警醒,人类真的到了要正视并解决上述问题的时候了。

3. 投资建议

从投资角度看，我们判断未来很长一段时间油价都难有大的起色。就具体行业而言，在前期高价库存消化后，受益于成品油地板价，国内民营炼化企业在炼油端的盈利预计会有明显改善，而化工端也将受益于油价暴跌带来的对煤化工和气化工的成本优势提升，因此相对我们比较看好其 2 季度的股价表现，受益标的为恒力石化、恒逸石化、荣盛石化；另外涤纶行业在油价企稳后，受益于成本下降和需求企稳，盈利也有望改善，建议关注桐昆股份和新凤鸣。

4. 风险提示

- 1) 供给波动风险：虽然目前沙特已宣称增产，但实际执行力度仍需观察。另外 OPEC 中除沙特外，利比亚、科威特等国也仍有可观的剩余产能，这些都构成了供给端的不确定性；
- 2) 需求下滑风险：如疫情加速扩散导致全球衰退，可能使需求进一步下滑并导致油价继续下行

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

