证券研究报告

行业研究——数据点评

石油开采行业

陈淑娴 石化行业首席分析师
执业编号：S1500519080001
联系电话：+86 21 61678597
邮 箱：chenshuxian@cindasc.com

曹 熠石化行业研究助理
联系电话：+86 21 61678597
邮箱：caoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

每周油气：美国炼厂运营困境！

本期内容提要 2020 年 11 月 15 日

- 自 2020 年 4 月以来，美国炼厂的总加工量一直低于 5 年平均水平，主要由于 COVID-19 导致成品油需求减少。自 8 月底以来，除去季节性因素，疫情导致美国和欧洲、拉丁美洲等美国原油出口地区的炼厂加工量持续下滑。2020 年内，持续的低负荷和相对较低的裂解价差已经导致美国和海外的多家炼厂关闭。5 月开始，以汽油为主的成品油需求有所增加。6 月-7 月开始，尽管裂解价差仍然低于历史水平，但是一些炼油厂开始增加加工量并调整其产品工艺路线以满足市场需求格局的变化。

- 美国墨西哥湾地区占美国炼厂产能最大份额，该地区炼厂投入下降幅度也达到美国国内最大。截止目前墨西哥湾的炼厂总加工量比 5 月 29 日当周的五年平均水平下滑 18.4%。整个夏季，墨西哥湾地区下降水平在 10%以上。自 9 月末以来，墨西哥湾地区炼厂总加工量在 720 万桶/日-740 万桶/日之间，较 5 年平均水平低 15%-17%。**导致这一情况的原因之一是今年相对活跃的飓风和热带风暴（包括飓风劳拉、莎莉、达美和泽塔），导致德州和路易斯安那州一些沿海炼油厂的临时关闭。另外二次疫情下的防疫措施也为炼厂的吞吐量带来下行压力。**

- **需求的持续下滑导致炼厂利润率下降，对于大多数精炼厂而言，完全关闭炼厂而不是在低于其有效利用率情况下运行的性价比更高。**10 月 29 日，PBFEnergyInc.宣布关闭其新泽西州 Paulsboro 炼油厂的部分产能，同时将继续利用附近的德拉瓦市工厂运营剩余产能。自从疫情导致炼厂由于利润率低而临时或永久性关闭工厂开始以来，这种趋势导致了 7 月底北加州马丁内斯炼厂无限期空转和 HollyFrontier 的夏安炼厂终止炼油，并宣布改建为可再生柴油炼油厂。除了美国以外，9 月底日本炼厂 ENEOS 宣布关闭产能 11.5 万桶/日的大阪炼油厂，并将于中石油的合资企业转移至千叶工厂。10 月 30 日，澳大利亚石油公司宣布计划终止其在西澳大利亚的 14.6 万桶/日的 Kwinana 炼油厂的作业。

- 据 RystadEnergy 统计数据显示，美国陆上页岩土地的平均价格两年内下降了 70%以上，从 2018 年的 1.7 万美元/英亩下降至 2020 年的 5000 美元/英亩，主要是因为 WTI 原油价格下跌和页岩油气行业将在 2021 年和 2022 年整合财务所导致的。二叠纪特拉华州的资产价格为 3 万美元/英亩，而中部地区的价格为 17000 美元/英亩，土地价格仍然处于领先地位。尽管如此，二叠纪盆地的估值较 2018 年下降幅度仍达到 67%，远大于其他盆地。

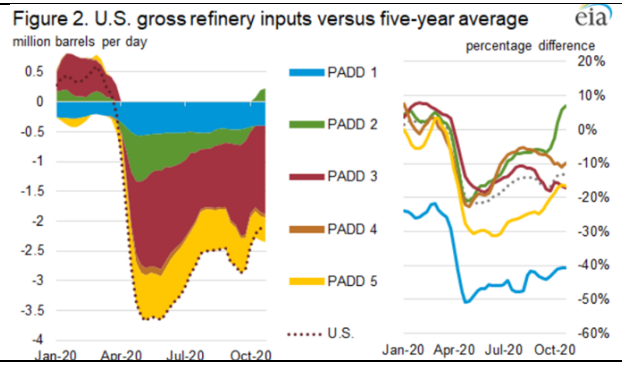
- 一些主流生产商的上游土地价格相较于 2018 年下降了近 2 万美元/英亩，降幅达到 44%。油气资产组合更加分散的生产商相较于资产集中于二叠纪地区的生产商，其资产的净现值稍低。EOGResources 的资产净现值为 1.6 万美元/英亩，但其在二叠纪特拉华州的资产约为 5 万美元/英亩。低迷的股价和投资者需求促使许多运营商寻求新的合并方案，这也导致

了资产分拆和油气盆地的非核心资产的出售价格相对降低。在低油价环境下，此类非核心资产的需求不会增加，随着油价恢复，资产的分拆和出售趋势可能会有所缓解，但是大多数运营商仍然会倾向于持有核心资产。

- **相关上市公司：中国石油(601857.SH)、中国石化(600028.SH)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)等。**
- **风险因素：**地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰。

自 2020 年 4 月以来，美国炼厂的总加工量一直低于 5 年平均水平，主要由于 COVID-19 导致成品油需求减少。自 8 月底以来，除去季节性因素，疫情导致美国和欧洲、拉丁美洲等美国原油出口地区的炼厂加工量持续下滑。2020 年内，持续的低负荷和相对较低的裂解价差已经导致美国和海外的多家炼厂关闭。5 月开始，以汽油为主的成品油需求有所增加。6 月-7 月开始，尽管裂解价差仍然低于历史水平，但是一些炼油厂开始增加加工量并调整其产品工艺路线以满足市场需求格局的变化。

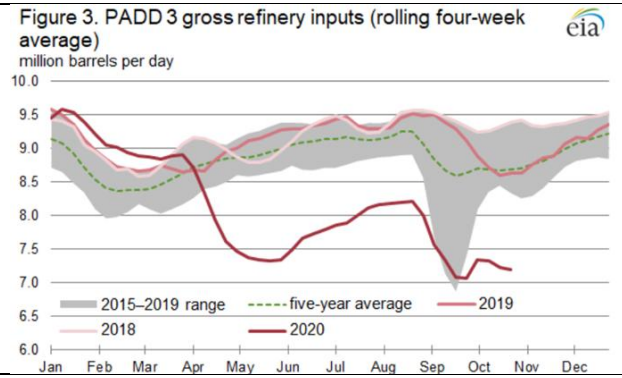
图表 1：美国炼厂总投入和 5 年平均水平（百万桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

美国墨西哥湾地区占美国炼厂产能最大份额，该地区炼厂投入下降幅度也达到美国国内最大。截止目前墨西哥湾的炼厂总加工量比 5 月 29 日当周的五年平均水平下滑 18.4%。整个夏季，墨西哥湾地区下降水平在 10%以上。自 9 月末以来，墨西哥湾地区炼厂总加工量在 720 万桶/日-740 万桶/日之间，较 5 年平均水平低 15%-17%。**导致这一情况的原因之一是今年相对活跃的飓风和热带风暴（包括飓风劳拉、莎莉、达美和泽塔），导致德州和路易斯安那州一些沿海炼油厂的临时关闭。另外二次疫情下的防疫措施也为炼厂的吞吐量带来下行压力。**

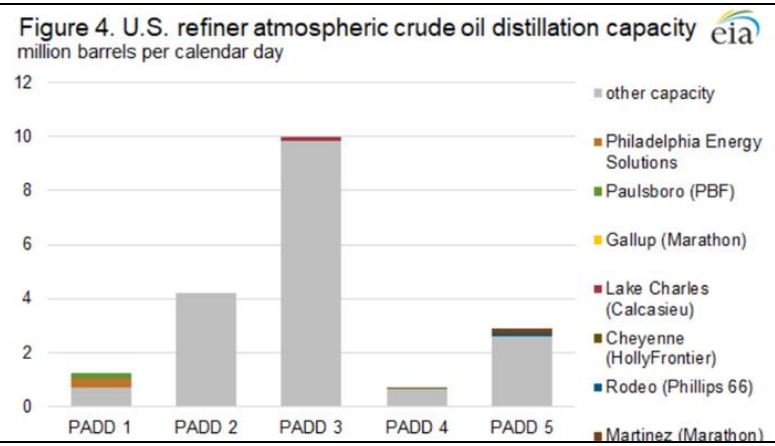
图表 2：美国墨西哥湾地区炼厂总投入（百万桶/日）



资料来源：EIA，信达证券研发中心

需求的持续下滑导致炼厂利润率下降，对于大多数精炼厂而言，完全关闭炼厂而不是在低于其有效利用率情况下运行的性价比更高。10 月 29 日，PBFEnergyInc.宣布关闭其新泽西州 Paulsboro 炼油厂的部分产能，同时将继续利用附近的德拉瓦市工厂运营剩余产能。自从疫情导致炼厂由于利润率低而临时或永久性关闭工厂开始以来，这种趋势导致了 7 月底北加州马丁内斯炼厂无限期空转和 HollyFrontier 的夏安炼厂终止炼油，并宣布改建为可再生柴油炼油厂。除了美国以外，9 月底日本炼厂 ENEOS 宣布关闭产能 11.5 万桶/日的大阪炼油厂，并将于中石油的合资企业转移至千叶工厂。10 月 30 日，澳大利亚石油公司宣布计划终止其在西澳大利亚的 14.6 万桶/日的 Kwinana 炼油厂的作业。

图表 3：美国墨西哥湾地区炼厂总投入（百万桶/日）

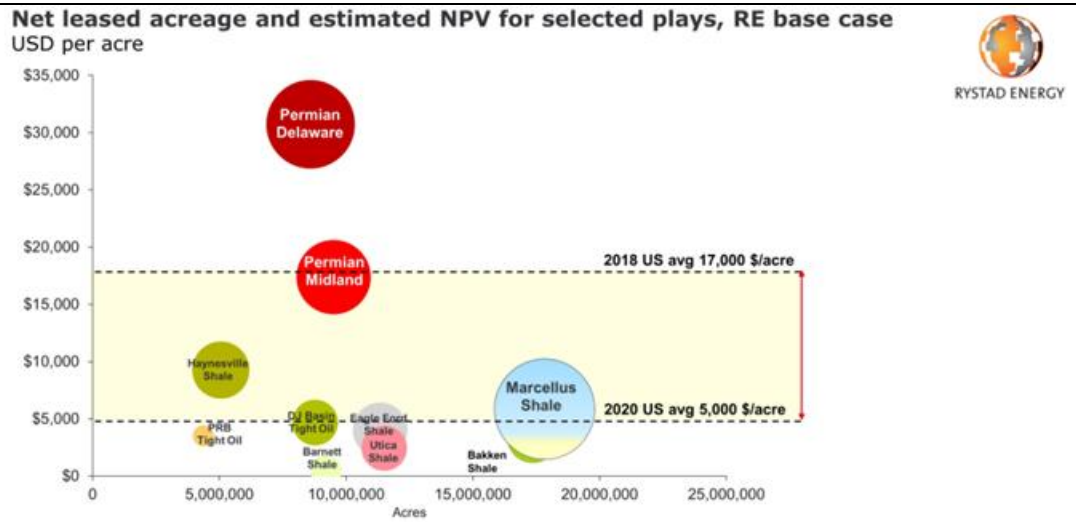


资料来源：EIA，信达证券研发中心

据 RystadEnergy 统计数据显示，美国陆上页岩土地的平均价格两年内下降了 70%以上，从 2018 年的 1.7 万美元/英亩下降至 2020 年的 5000 美元/英亩，主要是因为 WTI 原油价格下跌和页岩油气行业将在 2021 年和 2022 年整合财务所导致的。二叠纪特拉华州的资产价格为 3 万美元/英亩，而中部地区的价格为 17000 美元/英亩，土地价格仍然处于领先地位。尽管如此，二叠纪盆地的估值较 2018 年下降幅度仍达到 67%，远大于其他盆地。

一些主流生产商的上游土地价格相较于 2018 年下降了近 2 万美元/英亩，降幅达到 44%。油气资产组合更加分散的生产商相较于资产集中于二叠纪地区的生产商，其资产的净现值稍低。EOGResources 的资产净现值为 1.6 万美元/英亩，但其在二叠纪特拉华州的资产约为 5 万美元/英亩。低迷的股价和投资者需求促使许多运营商寻求新的合并方案，这也导致了资产分拆和油气盆地的非核心资产的出售价格相对降低。在低油价环境下，此类非核心资产的需求不会增加，随着油价恢复，资产的分拆和出售趋势可能会有所缓解，但是大多数运营商仍然会倾向于持有核心资产。

图表 4：美国页岩土地资产净现值情况（美元/英亩）



资料来源：RystadEnergy，信达证券研发中心

研究团队简介

陈淑娴，石化行业首席分析师。北京大学数学科学学院金融数学系学士，北京大学国家发展研究院经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年加入信达证券研究开发中心，主要负责原油、天然气和油服产业链的研究以及中国信达资产管理公司石化类项目的投资评估工作。荣获 2020 年第 2 届新浪金麒麟新锐分析师采掘行业第一名，荣获 2019 年第 7 届 Wind“金牌分析师”石化行业第二名。担任财视中国“领遇智库”理事，对石化产业有深度专业研究，曾多次担任石化行业大型会议的特邀主题演讲人，并在多家石化行业权威媒体发表文章。

曹熠，石化行业研究助理。伦敦城市大学卡斯商学院金融学硕士，2020 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。