

油价上涨影响哪些行业？

原油系列专题（一）

投资要点：

► 原油价格快速上扬，年初以来涨幅近 50%

1) **地缘冲突加剧供需紧张，原油价格快速上扬。**年初以来，原油价格一路攀升，尤其是俄乌冲突爆发之后，更是加速上扬。截至 2022 年 3 月 4 日，布伦特原油与 WTI 原油期货结算价格分别升至 118.11 美元/桶与 115.68 美元/桶，较 1 月分别上涨 49.54% 和 52.05%。

2) **需求持续恢复，供给仍然偏紧，短期油价仍会维持较高水平。**根据 EIA 预测，2022 年全球原油需求将达到 100.5 百万桶/天，基本恢复至疫情前的水平。而原油供给仍然偏紧，OPEC+ 维持谨慎扩产，美国页岩油增产缓慢。因此，我们判断至少 Q2 以前原油供需仍然较为紧张，支撑原油价格维持在一个较高水平。

► 上游开采直接受益，油气服务略微滞后

1) **上游原油开采行业直接受益于油价上涨**，传导路径有两条，一是油价上涨直接带动毛利率提升；二是存货升值带来收益的提升，相关企业 ROE 与油价基本同步。

2) **油气服务行业同样受益于油价上涨**，不过存在一定滞后性，主要原因是：石油开采企业从盈利改善到增加油气设备资本开支需要一定时间，一般是滞后三个季度左右。

► 温和油价更利中游，过高反而产生反噬

1) **对于石油炼制行业，温和油价更有利于企业 ROE 的提升。**受国内成品油调控机制影响，当油价处于 40-80 美元/桶时更有利于相关企业 ROE 的提升，而油价过高则可能会产生反噬。

2) **石油化工行业同样更偏好温和油价。**当原油温和和上涨时，相关企业可以通过提高价格将成本上升压力转嫁至下游，并且企业也会受益于价格上涨带来的存货升值。而当油价上涨过快时，一般是高于 100 美元/桶时，石化产品向下游传导成本的路径可能受阻，其盈利也会受损。

► 下游议价能力偏弱，油价上涨利润受损

原油价格上涨，下游利润往往受损。与上、中游企业议价能力偏强不同，下游企业议价能力往往偏弱，只能被动接受上、中游企业的成本传导。例如航空运输业、服装家纺业等在过去几轮油价上涨阶段，企业毛利率、ROE 均有不同程度的下滑。

► 高油价催生替代效应，替代产业链或将受益

原油价格上涨催生替代效应，以煤化工等为主的替代产业链或将受益。与原油价格大幅上涨相比，我国煤炭价格整体保持相对稳定，煤化工产业的成本优势逐步体现，相关板块企业的毛利率以及 ROE 有望进一步改善。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 原油价格快速上扬，年初以来涨幅近 50%.....	3
2. 原油产业链相对较长，价格传导存在差异.....	4
3. 上游开采直接受益，油气服务略微滞后.....	5
4. 温和油价更利中游，过高反而产生反噬.....	6
5. 下游议价能力偏弱，油价上涨利润受损.....	8
6. 高油价催生替代效应，替代产业链或将受益.....	9
7. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 原油价格加速上扬（美元/桶）.....	3
图 2 EIA 预测全球原油供需走势（百万桶/天）.....	3
图 3 俄罗斯原油日产量占全球日产量的 12%.....	4
图 4 美国新增钻井数量依然较少（口）.....	4
图 5 石油产业链全景图.....	4
图 6 上游开采行业直接受益于原油价格的上涨.....	5
图 7 油气设备 ROE 滞后与油价 3 个季度左右.....	6
图 8 油服工程 ROE 同样滞后于油价 3 个季度左右.....	6
图 9 温和油价更有利于炼化化工行业 ROE 的抬升.....	7
图 10 化学纤维 ROE 偏好温和油价.....	7
图 11 塑料 ROE 偏好温和油价.....	7
图 12 油价上涨，航空运输业毛利率受损.....	8
图 13 油价上涨，服装家纺也 ROE 受损.....	8
图 14 温和油价更有利于炼化化工行业 ROE 的抬升.....	8
图 15 原油价格上涨带动煤化工板块毛利率抬升.....	9
图 16 原油价格上涨带动煤化工板块 ROE 抬升.....	9
图 17 我国煤炭价格整体保持相对平稳.....	9

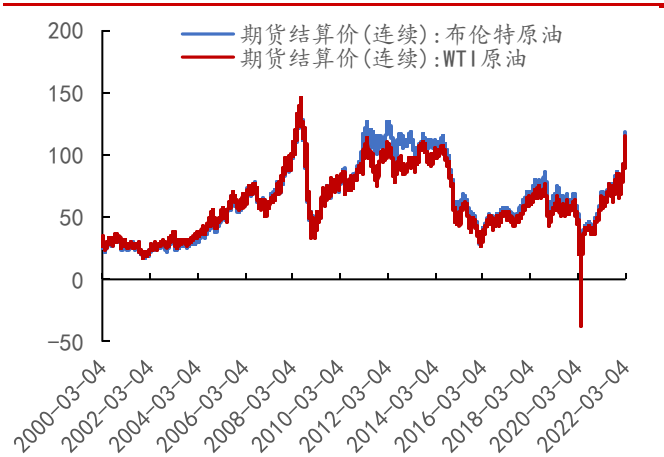
1. 原油价格快速上扬，年初以来涨幅近 50%

地缘冲突加剧供需紧张，原油价格快速上扬。年初以来，原油价格一路攀升，尤其是俄乌冲突爆发之后，更是加速上扬。截至 2022 年 3 月 4 日，布伦特原油与 WTI 原油期货结算价格分别升至 118.11 美元/桶与 115.68 美元/桶，较 1 月分别上涨 49.54% 和 52.05%。根据 EIA 此前的预测，2022 年 Q1 原油供需将达到基本平衡，后续保持供给略微大于需求的态势，不过俄乌冲突势必会对全球原油供给产生扰动，2020 年俄罗斯原油日产量占全球总产量的 12.07%，美欧等国对于俄罗斯的制裁将会延缓全球原油供给恢复时间。

需求持续恢复，供给仍然偏紧，短期油价仍会维持较高水平。随着海外主要国家对于疫情管控的放松，旅游航空服务逐步恢复，对于原油的需求也将增加。根据 EIA 预测，2022 年全球原油需求将达到 100.5 百万桶/天，较 2021 年增加 350 万桶/天，基本恢复至疫情前的水平。不过原油供给仍然偏紧，OPEC+ 维持谨慎扩产，美国页岩油增产缓慢。2022 年 3 月 2 日 OPEC+ 部长级会议依旧维持了 2021 年 8 月以来月度增产 40 万桶/日的决议；美国页岩油增产同样缓慢，存量已开工未完工钻井数量从 2020 年的峰值 8847 口降至 2022 年 1 月的 4466 口，新增钻井数量虽有所增加，但仍低于 2017-2018 年扩产阶段平均 1200 口的水平。因此，我们判断至少 Q2 以前原油供需仍然较为紧张，支撑原油价格维持在一个较高水平。

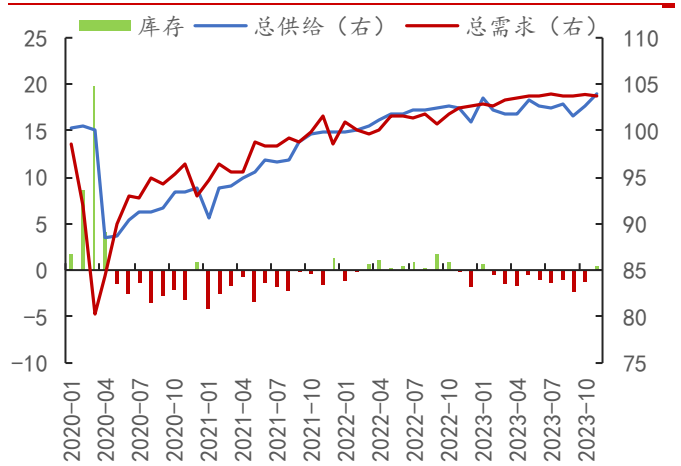
那么原油价格上涨对于哪些行业产生利好，又会对哪些行业产生不利影响呢？我们进行了相关梳理。

图 1 原油价格加速上扬（美元/桶）



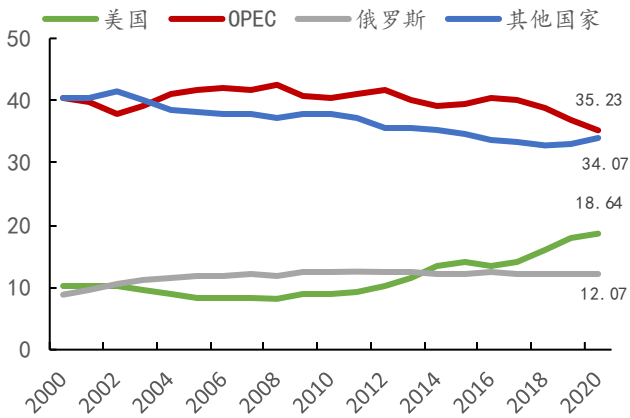
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 EIA 预测全球原油供需走势（百万桶/天）



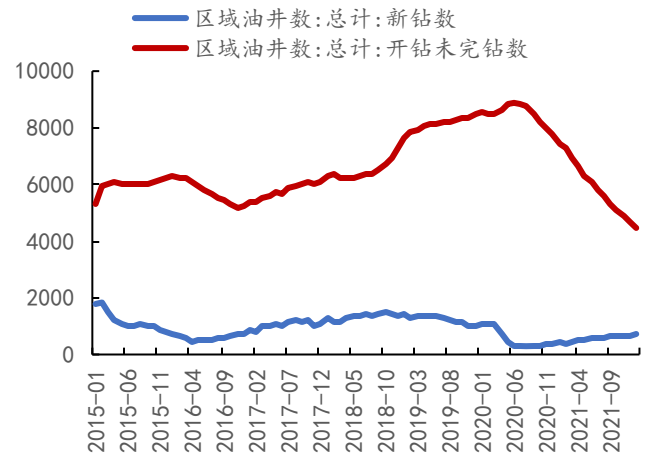
资料来源：EIA，华西证券研究所

图3 俄罗斯原油日产量占全球日产量的12%



资料来源：BP，华西证券研究所

图4 美国新增钻井数量依然较少（口）

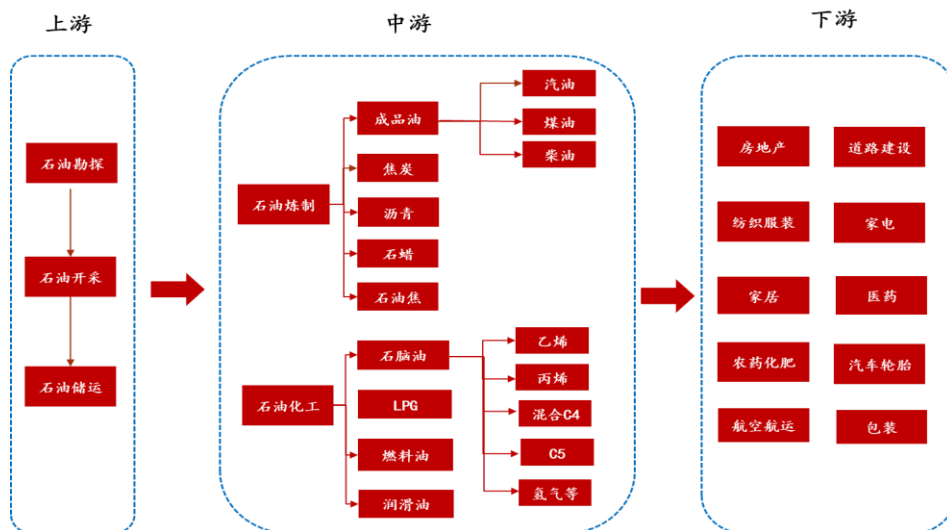


资料来源：EIA，华西证券研究所

2. 原油产业链相对较长，价格传导存在差异

石油作为工业之母，产业链相对较长，其价格变动也会通过产业链传导给相关行业，不过传导过程存在差异。根据生产环节以及石油用途的差异可以将石油产业链划分成上、中、下游，其中上游行业主要包括石油勘探、开采和储运，中游行业主要是石油的加工，涵盖石油炼制、石油化工等；而下游则主要涉及纺织服装、航空航天、汽车轮胎、农药化肥等消费成品油或者石油产品的行业。石油价格上涨一般从上游开始传导，最先利好石油勘探和开采行业，随后传导至油服设备等行业；而中游石油炼制、石油化工等行业更加受益于温和油价，过高的油价反而会使相关企业盈利受损；下游行业则由于议价能力相对偏低，油价上涨会压缩其盈利空间。

图5 石油产业链全景图

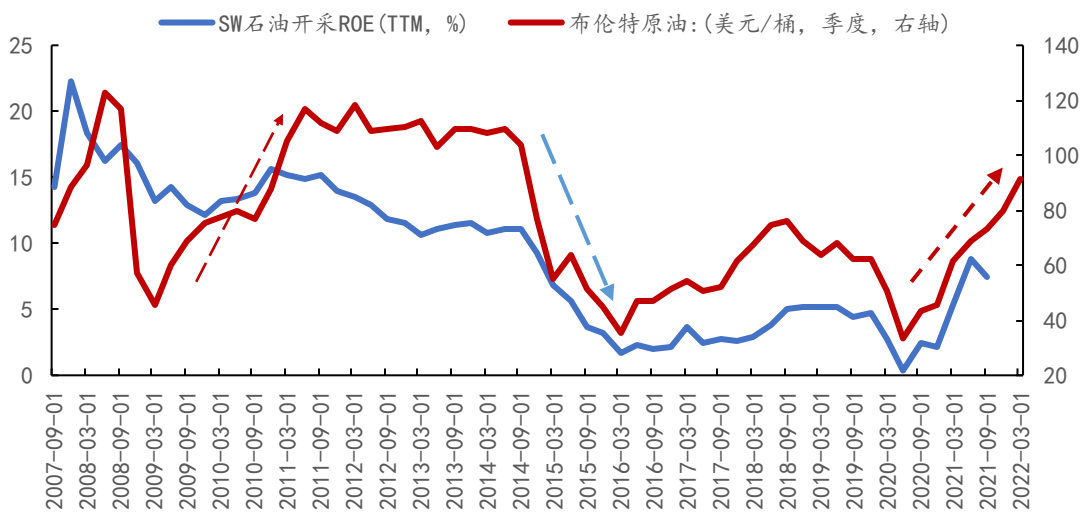


资料来源：华西证券研究所

3. 上游开采直接受益，油气服务略微滞后

上游原油开采行业直接受益于油价的上涨，企业 ROE 与油价基本同步。原油价格上涨对于上游开采行业的影响存在两条路径，一是直接受益于产品价格的上涨，开采业务的毛利率得到提升；二是受益于存货价值的升值，有丰富石油储备的企业受益更为显著。从申万石油开采板块企业的 ROE 来看，其与原油价格呈现明显的同步关系，当原油价格上涨时，企业 ROE 抬升明显，反之，当原油价格下降时，企业 ROE 往往也跟随下跌。虽然目前还未公布上市公司 2021 年报以及 2022 年一季报，不过可以预见的是原油开采行业的 ROE 将会在原油价格的抬升中有明显的上涨。

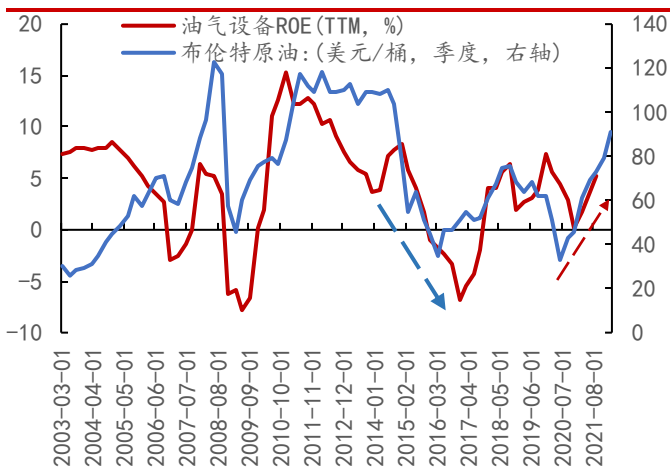
图 6 上游开采行业直接受益于原油价格的上涨



资料来源：WIND，华西证券研究所

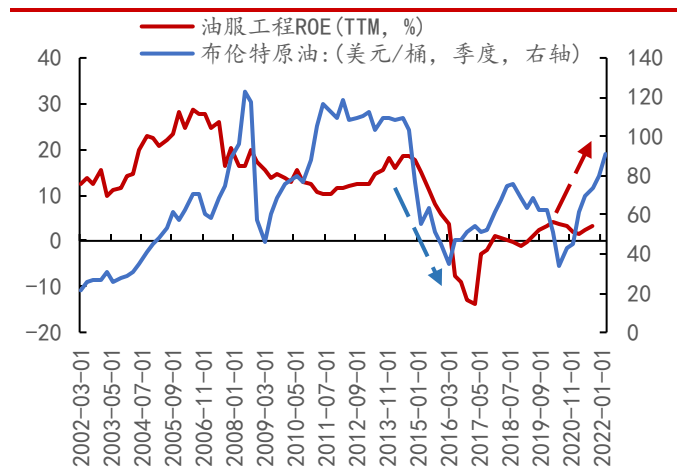
油气服务行业同样受益于油价上涨，不过存在一定滞后性，一般是滞后三个季度左右。油价上涨对于油气服务和设备行业的影响相对间接，其传导路径是，油价上涨→石油生产企业盈利改善→带动开采、勘探等资本开支的增加→提升油服和设备的需求进而使得油气服务企业盈利改善。从申万油气设备板块以及油服工程板块企业 ROE 来看，其变动与原油价格方向一致，但滞后于油价三个季度左右，例如 2016 年 3 月布伦特原油价格降至底部 35.21 美元/桶，此时油气设备企业 ROE 仍在加速下行，到了 2016 年 12 月份才正式确认底部，油服工程板块 ROE 也有类似特征，年初以来原油价格的大幅抬升将会逐步体现在油气服务行业 2022 年三季报以及年报 ROE 之中。

图 7 油气设备 ROE 滞后与油价 3 个季度左右



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 油服工程 ROE 同样滞后于油价 3 个季度左右



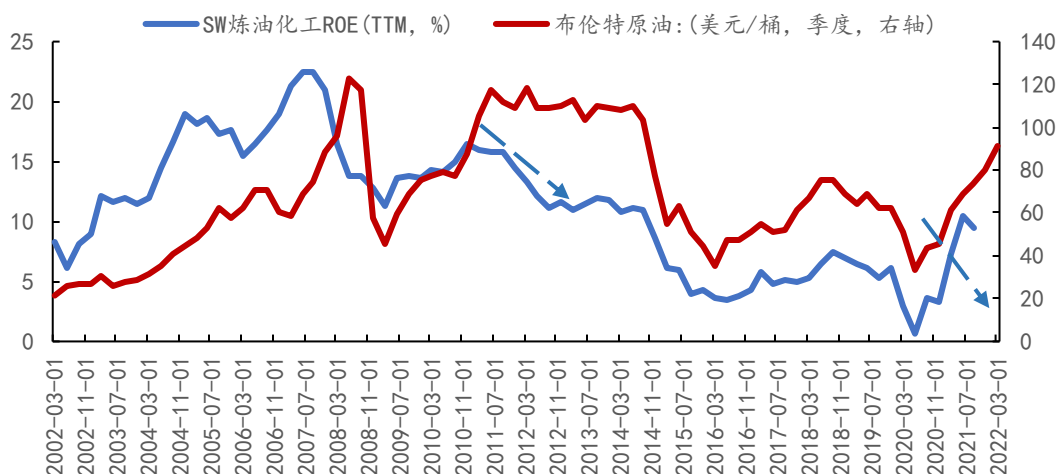
资料来源：WIND，华西证券研究所

4. 温和油价更利中游，过高反而产生反噬

对于石油炼制行业，温和的油价更有利于相关企业 ROE 的提升，而油价过高可能会产生反噬。石油炼制行业受国内成品油定价调控影响较大，目前我国现行的成品油定价调控机制设定了 40 与 130 美元/桶的下限和上限，当国际原油价格低于 40 美元/桶时，成品油价格不再下调，而是按照原油价格 40 美元/桶以及正常的加工利润计算成品油价格；当国际原油价格在 40-80 美元/桶时，按照正常的加工利润率上调成品油价格；而当国际原油价格在 80-130 美元/桶时，则是逐步扣减加工利润率，直至加工利润率为 0，此时石油炼制企业利润开始受到油价上涨的反噬；而当国际原油价格大于 130 美元/桶时，成品油价格原则上不再增加或者少量增加，此时石油炼制企业开始亏损，国家则会采取适当的财税政策，以保证成品油的生产和供应。

从申万炼油化工板块企业 ROE 的波动中便可以清楚的看出这种关系。当原油价格低于 80 美元/桶时，炼油化工板块企业 ROE 随油价上涨而上涨，而当原油价格超过 80 美元/桶时，相关企业的 ROE 便开始逐步回落。而本轮原油价格已经接近 120 美元/桶，此时炼油化工板块企业的利润已经开始受到侵蚀，因此可以预计相关企业 2022 年 1 季报 ROE 可能会有所回落。

图 9 温和油价更有利于炼化化工行业 ROE 的抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

石油化工行业同样更偏好温和油价。石油化工主要是以原油为原料生产各种化学产品，并且其价格主要由成本推动。当油价温和上涨时，相关企业可以通过提高价格将成本上升压力转嫁至下游，并且企业也会受益于价格上涨带来的存货升值。而当油价上涨过快时，石化产品向下游传导成本的路径可能受阻，其盈利也会遭到反噬。以申万化学纤维和塑料板块为例，2009Q1-2010Q3，油价上涨带动相关板块企业 ROE 抬升，不过后续当油价继续上扬升至 100 美元/桶时，相关企业的 ROE 则出现了大幅下滑，直到 2016 年 Q1 油价开启新一轮温和上行时，企业 ROE 才又开始同步上涨。而本轮原油价格过快的上涨同样可能会对相关企业的 ROE 产生负向影响。

图 10 化学纤维板块企业 ROE 受益于温和油价

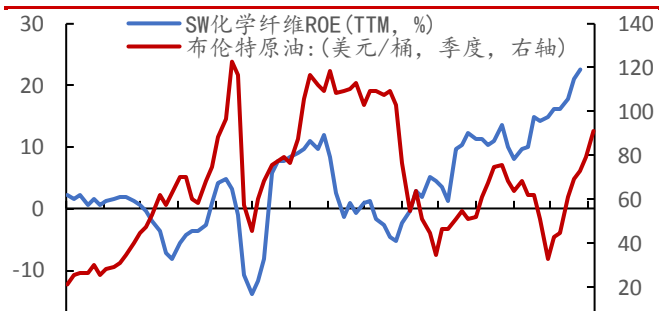
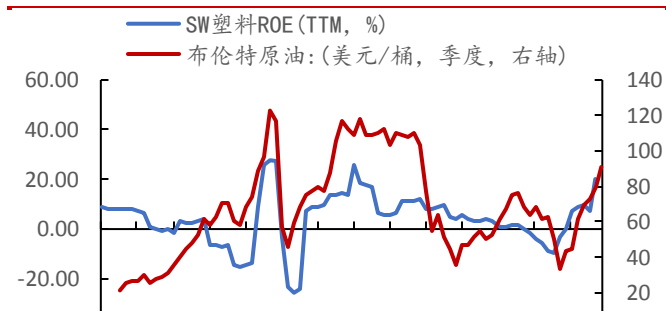


图 11 塑料板块企业 ROE 受益于温和油价



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39097



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>