

推荐 (维持)

美国如期退出伊核协议，油价持续上涨

2018年05月12日

原油周观点20180512

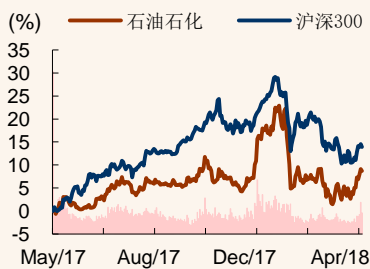
上证指数 3163

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	48	1.4
总市值 (亿元)	25687	4.7
流通市值 (亿元)	24685	5.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.4	-2.0	11.6
相对表现	6.1	3.8	-3.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《石化周观点 20180505—一漆丝盈利继续攀升》2018-05-06
- 2、《原油周观点 20180505—5月12日——伊核问题大限即将到来》2018-05-05
- 3、《石化周观点 20180501—一漆丝盈利大幅改善，看好 Q2 表现》2018-05-01

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

王亮

wangliang4@cmschina.com.cn
S1090517080005

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

敬请阅读末页的重要说明

□ 美国退出伊核协议，推升油价再创近 3 年新高。美国总统特朗普 5 月 9 日宣布签署法案，正式单方面退出伊核协议，同时给予伊朗最严厉制裁。欧洲主要国家表示遗憾并决议继续维持伊核协议框架；伊朗对美国释放的“继续商谈”建议表示拒绝，油价应声连涨。截至周末，布油收 77.18 美元/桶，涨 3.09%；WTI 收 70.51 美元/桶，涨 1.13%；上海原油期货收 471.2 元/桶，涨 5.77%。

□ 美国单方面退出协议，地缘政治预计将持续扰动油价。从目前能够得到的信息分析，本次制裁力度空前，且目标与历史上的制裁行动迥异。制裁覆盖面涉及石油出口以及外国投资、其他工业产品出口、个人和相关组织等方面。能源行业及其他行业分别存在 180 天和 90 天不等的制裁宽限期，且美国并未明确声明给予其他国家豁免。

对国际石油市场的影响方面，与前次制裁不同的是，欧盟及中俄均明确表态不予配合美国的单方面制裁行动。因此，相比 2012 年制裁在 1 年内带来的 100 万桶/天的出口减少，此次制裁造成的供给缺口预计将有所减少，我们估计实际减少量在 50 万桶/天级别，但会持续扰动。后续得看美国和欧盟、中俄等国在实际执行伊朗制裁方面的博弈。

市场较为关注伊朗对于 OPEC 减产协议的态度。政治角度出发，伊朗与沙特关系日趋紧张，伊朗基于自身受制裁现实，存在跳出减产协议的动机。经济角度出发，伊朗作为主要产油国，又有维持高油价水平的需求，二者之间存在微妙平衡。6 月下旬 OPEC 工作会议对于减产协议的下一步走向非常关键。

□ 中东局势重新陷入“多事之秋”。近两年伊朗在达成伊核协议后，借美国在中东战略收缩，进而形成“权力真空”之机大举扩张了什叶派的势力范围，并且在黎巴嫩、叙利亚、也门和伊拉克等区域形成了明显的力量优势。这也是美国方面退出伊核协议的动机之一。

近年来，伊朗国内经济压力加大，内部保守派势力也有所抬头；美国退出伊核协议使得未来短时间内达成新的协议的概率很低。伊朗的保守派会不会作出较为激进的动作值得观察；近日，伊朗方面罕见的主动挑起对以色列的导弹攻击，同时也门胡塞武装也在频频袭击沙特国内目标。

□ 美国原油产量、钻机数继续大涨。截至 5 月 4 日当周，美国原油产量环比大涨 8.4 万桶/天至 1070.3 万桶/天，其中本土 48 州产量环比上涨 9.1 万桶/天达 1020.1 万桶/天。截至 5 月 11 日当周，美国原油钻机数环比大涨 10 台至 844 台；Permian 盆地钻机数达 463 台，继续刷新近年新高。美国商业原油库存超预期回落 219.7 万桶，但美国国内炼厂开工率继续回落 0.7pct 至 90.4%。我们认为库存短期内不具备明显下行的基础，WTI 油价有一定的压力。

□ 油价的地缘政治溢价明显，应关注 OPEC 减产走向和制裁执行力度。近期仍关注油价上涨弹性品种。一是低估值、高股息率的一体化油气公司；二是 Q2 油气上游业绩释放的中天能源和新潮能源；三是价格传导弹性兼具成长的民营大炼化标的；四是 PDH 类气头原料套利空间打开，推荐东华能源，关注海越股份。此外还关注部分有估值的油服标的以及胜利股份、齐翔腾达等。

□ 风险提示：页岩油产量持续超预期；地缘政治风险。

图表目录

图 1: 2014 年油价大跌以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	4
图 2: 2007 年以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	5
图 3: 近四年布伦特原油价格走势及 18 年 B-W 价差 (美元/桶)	5
图 4: WTI 原油非商业多头空头持仓	5
图 5: WTI 原油商业多头空头持仓	6
图 6: 美元指数	6
图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)	7
图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)	8
图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)	8
图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)	8
图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)	8
图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)	8
图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)	9
图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)	9
图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)	9
图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)	9
图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)	9
图 18: 中国原油产量 (万桶/日)	9
图 19: 美国原油钻机数量	10
图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)	10
图 21: Permian 盆地钻机数 (台)	10
图 22: Marcellus 盆地钻机数 (台)	10
图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)	10
图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量	11
图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)	11
图 26: 美国炼厂开工率 (%)	11
图 27: 美国商业原油库存 (EIA, 千桶)	11
图 28: 美国商业原油库存 (API, 千桶)	12
图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)	12

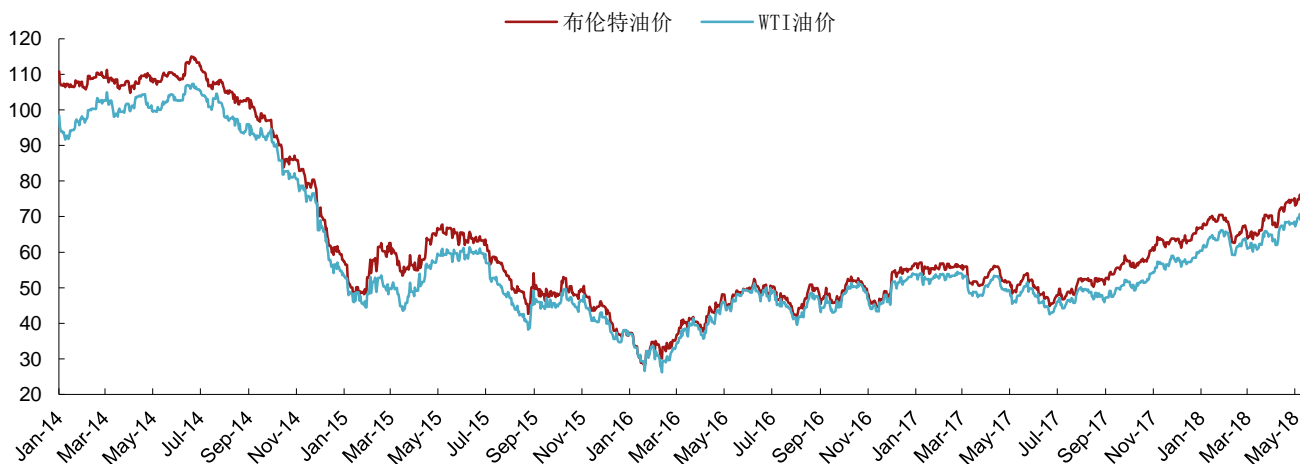
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶)	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨)	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)	14
表 1: 本周国际原油市场大事件.....	4
表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)	6
表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (千桶/日, 产量来自第二信源)	7

表 1: 本周国际原油市场大事件

时间	事件
5月9日	<p>沙特能源大臣表示，美国决定退出伊朗核协议之后，出于对产油国和石油消费国利益的考虑，沙特将履行维持原油市场稳定性的承诺。</p> <p>沙特同时也表示，不认为美国制裁会对今年第三、四季度的石油市场造成任何实质性冲击，沙特有足够多的石油产能来维护原油市场稳定，但不会单方面采取行动来应对任何可能供应短缺情况。</p>
5月9日	<p>美国最新制裁发布一小时后，伊朗国家媒体发布政府声明称，伊朗核协议的缔约方必须采取行动，以捍卫现存伊朗核协议。</p> <p>随后，伊朗石油部长 Bijan Zanganeh 表示，美国采取行动来影响伊朗石油出口的时代已经结束，美国退出伊核协议不会对伊朗石油出口造成任何影响。伊朗需要外国投资，但即便没有这样的投资也能生存下去。特朗普希望油价上涨，这意味着特朗普并不诚实，我个人倾向于 65 美元/桶的油价。</p>
5月10日	<p>以色列国防军称，当地时间 9 日深夜和 10 日凌晨，以军方出动战机轰炸了伊朗位于叙利亚境内的数十个目标，作为伊朗伊斯兰革命卫队“圣城旅”从叙利亚境内的军事基地，向以色列控制的戈兰高地发射近 20 枚火箭弹的回击。</p>
5月10日	<p>欧洲是否会重新开始对伊朗实施制裁，是一个决定伊朗出口原油前景的重要因素，这一点在上一次制裁中就有所体现。不过只要伊朗还遵守协议，预计欧盟也不会轻易采取任何行动。</p> <p>印度工业信贷投资银行 (ICICI Bank) 经济学家 Ashray Ohri 则表示，如果假设欧洲像上次那样支持美国制裁，预计伊朗原油出口量每天会下降 60-70 万桶，但中期内这对市场的冲击力度都有限。伊朗也会重新安排其原油出口结构，中国和印度有可能吸收每天 20 万桶的量。</p>
5月11日	<p>默克尔 5 月 11 日在德国明斯特出席一场宗教会议时表示，尽管伊朗核协议有瑕疵，未能解决伊朗弹道导弹项目和伊朗干预叙利亚事务这类问题，“我仍然认为，单方面取消一项经过协商、得到联合国安理会一致确认的协议是不正确的。”</p> <p>默克尔说，特朗普决定美国退出伊朗核协议伤害了外界对“国际秩序的信任”。她还提到去年特朗普退出巴黎气候协议和美国方面企图规避全球贸易规则的举动，认为这些行为让多边全球秩序陷入“真正的危机”。</p> <p>默克尔表示：“如果我们总说有些东西不适合自己，我们又没有一个新的国际秩序，人人都只按自己的想法行事，那对世界来说是坏消息。”</p>

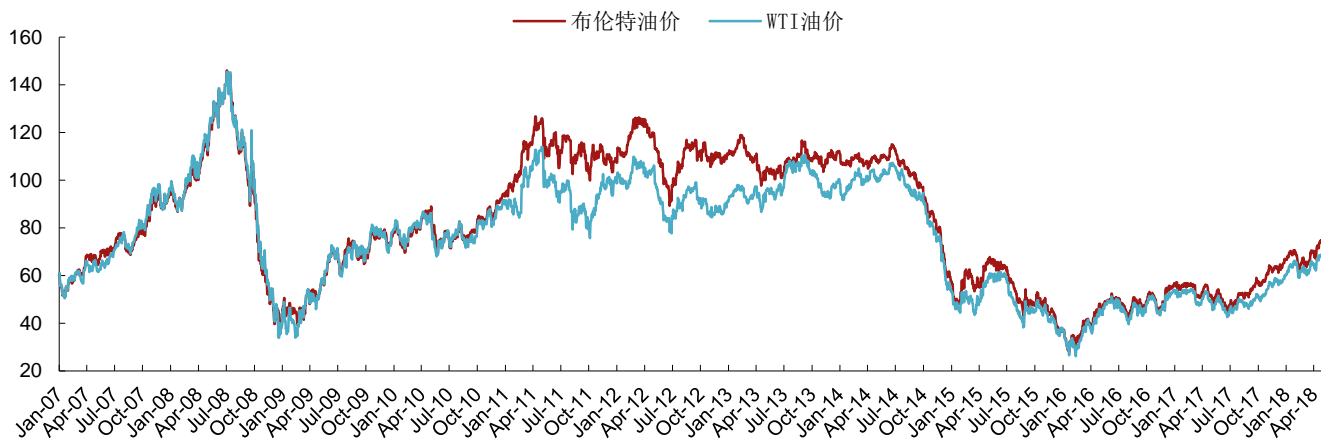
资料来源：华尔街见闻，卓创资讯

图 1: 2014 年油价大跌以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)



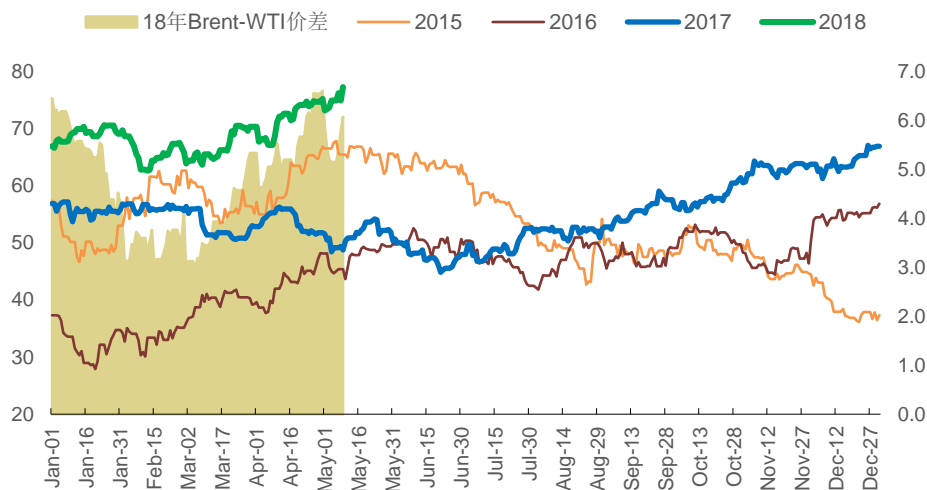
资料来源：Wind

图 2: 2007 年以来 Brent 和 WTI 原油价格走势 (美元/桶)



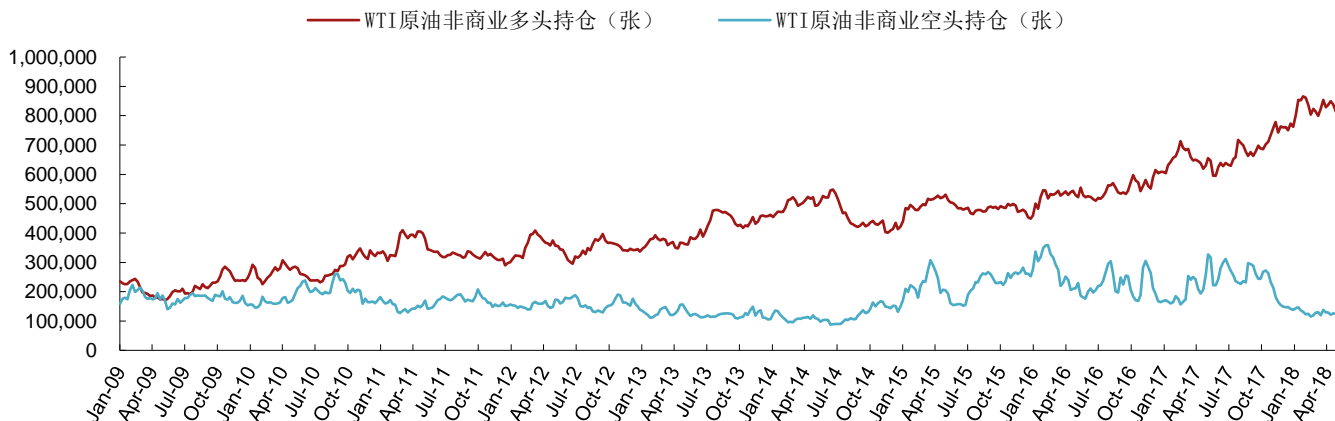
资料来源: Wind

图 3: 近四年布伦特原油价格走势及 18 年 B-W 价差 (美元/桶)



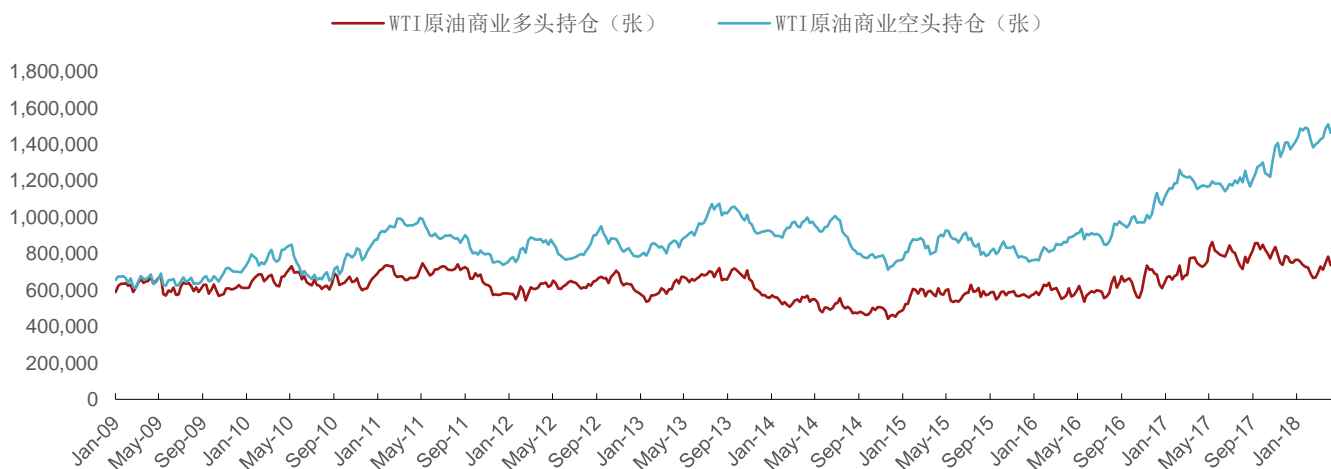
资料来源: Wind

图 4: WTI 原油非商业多头空头持仓



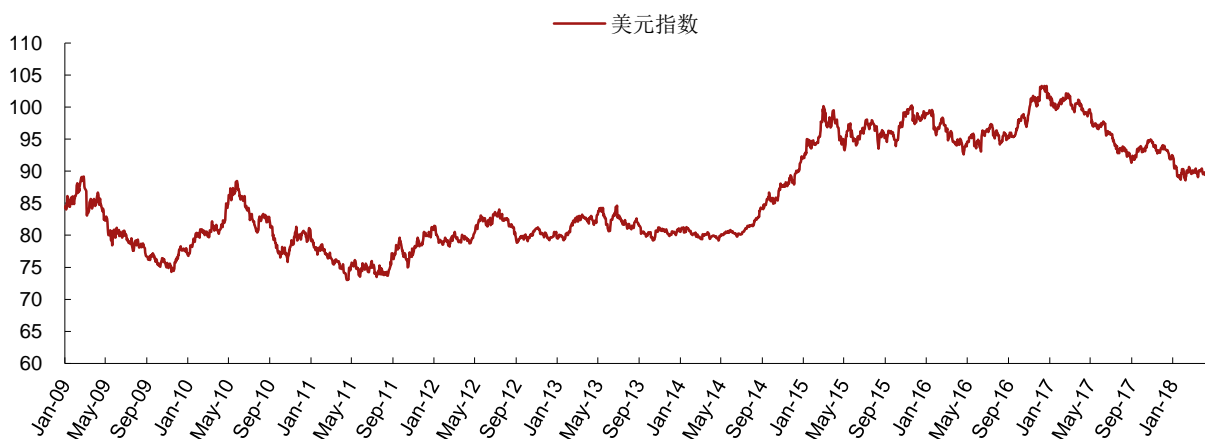
资料来源: Wind

图 5: WTI 原油商业多头空头持仓



资料来源: Wind

图 6: 美元指数



资料来源: Wind

表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)

	基准产量(16年10月)	调节量	目标产量	2月产量	3月产量	2月减产完成率	3月减产完成率	备注
Russia	11,597	-300	11,297	11,340	11,350	86%	82%	
Azerbaijan	815	-35	780	810	800	14%	43%	
Kazakhstan	1,805	-20	1,785	1,960	1,960	-775%	-775%	基准产量为 11 月
Mexico	2400	-100	2,300	2150	2090	250%	310%	
Oman	1020	-45	975	970	980	111%	89%	
Others	1,223	-46	1,177	1,180	1,200	93%	50%	
Total	18,860	-546	18,314	18,410	18,380	82%	88%	

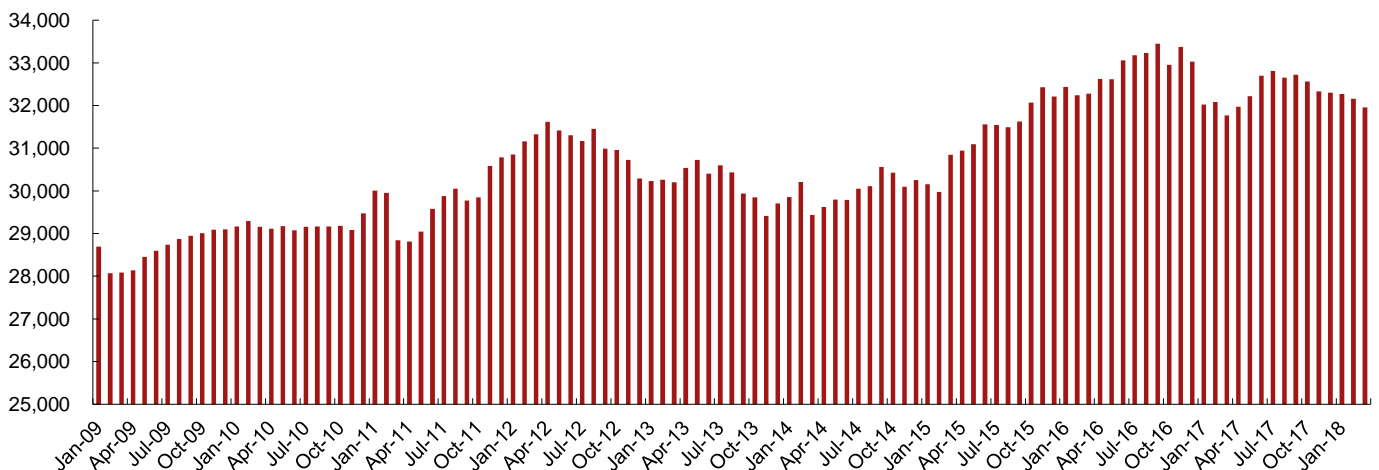
资料来源: IEA 4 月月报

表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (千桶/日, 产量来自第二信源)

	基准产量(16年10月)	调节量	目标产量	2月产量	3月产量	2月减产完成率	3月减产完成率	备注
Algeria	1,089	-50	1,039	1,033	984	112%	210%	
Angola	1,751	-78	1,673	1,606	1,524	186%	291%	基准为9月份, 主要是因为10月检修造成产量降低
Ecuador	548	-26	522	516	518	123%	115%	
Gabon	202	-9	193	192	183	111%	211%	
IR Iran	3,975	90	3,797	3,810	3,814	93%	90%	基准水平是2005年中期的产量, 也就是受国际制裁之前的峰值产量
Iraq	4,561	-210	4,351	4,440	4,426	58%	64%	
Kuwait	2,838	-131	2,707	2,702	2,704	104%	102%	
Libya				1005	968	-	-	产量受到内战及动乱影响, 因此能够继续依自身能力生产不受限制
Nigeria				1,792	1,810	-	-	同上
Qatar	648	-30	618	590	606	193%	140%	
Saudi Arabia	10,544	-486	10,058	9,981	9,934	116%	126%	
UAE	3,013	-139	2,874	2,820	2,864	139%	107%	
Venezuela	2,067	-95	1,972	1,543	1,488	552%	609%	
合计	31,236	-1,164	29,804	29,233	29,045	140%	153%	

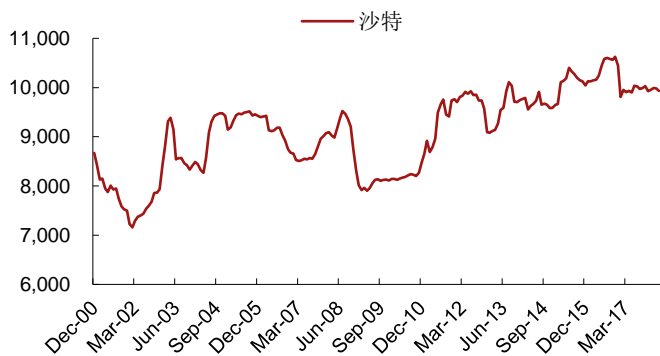
资料来源: OPEC4月月报, 招商证券

图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



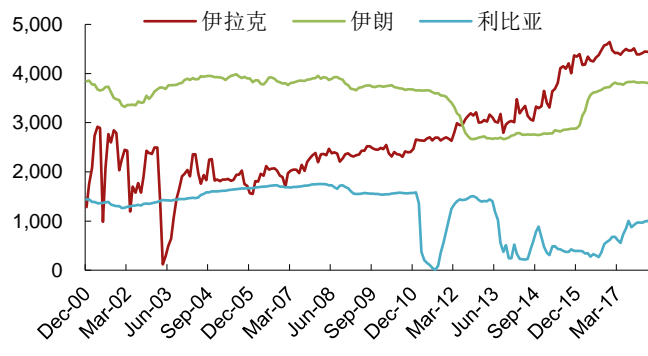
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



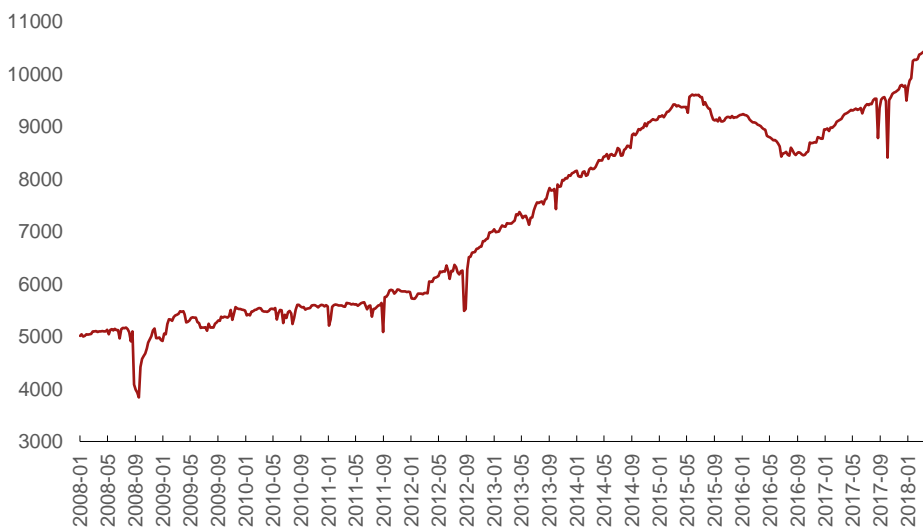
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



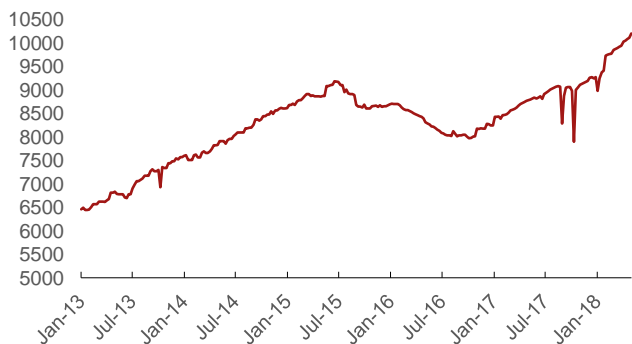
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



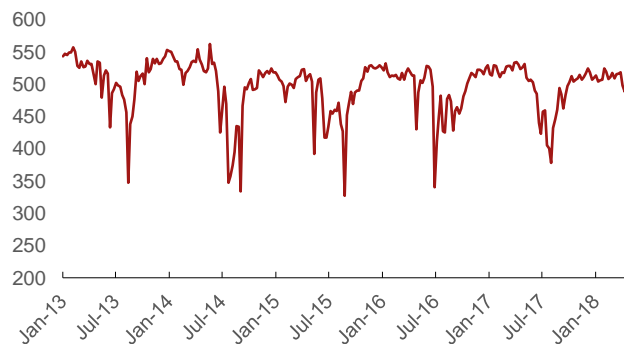
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



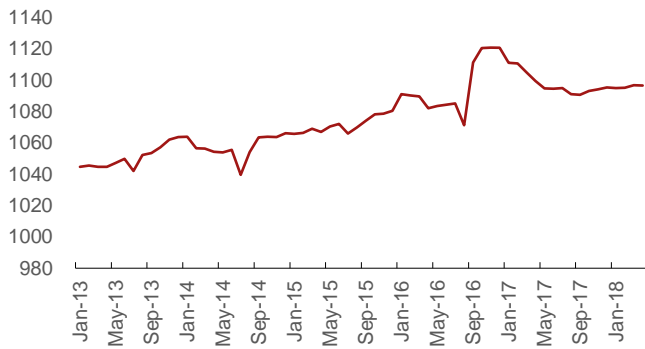
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



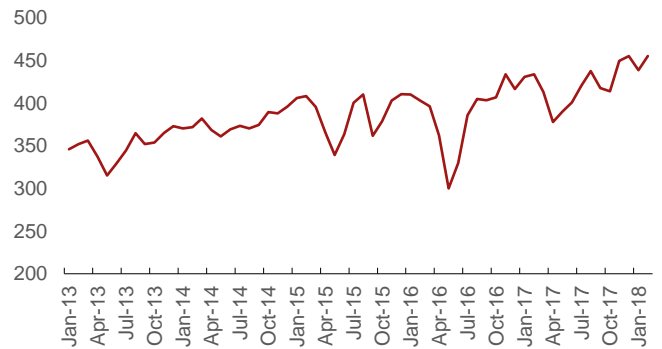
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



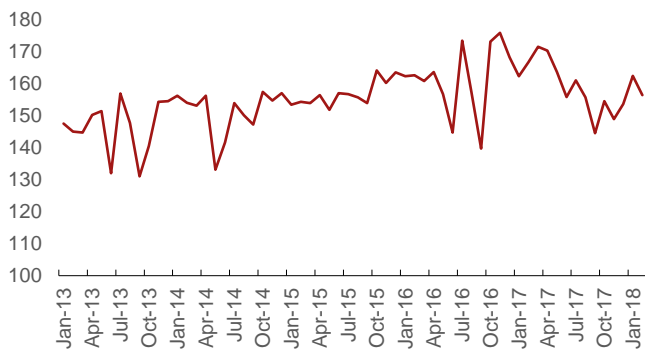
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



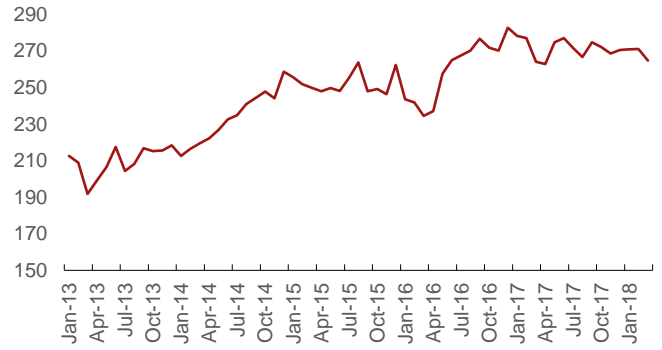
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



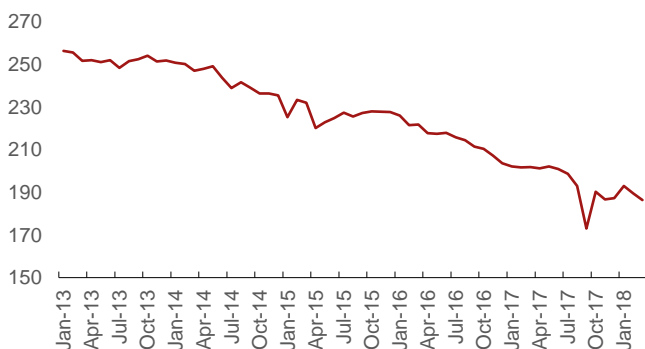
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



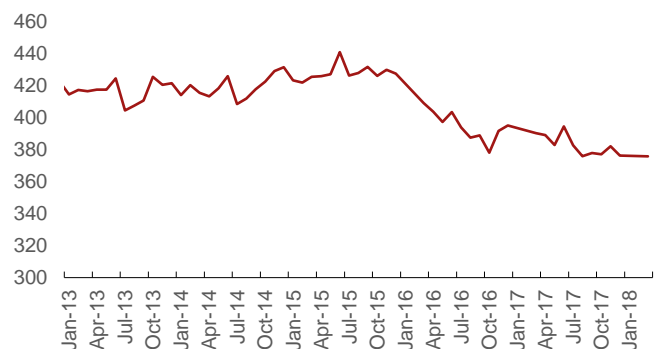
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



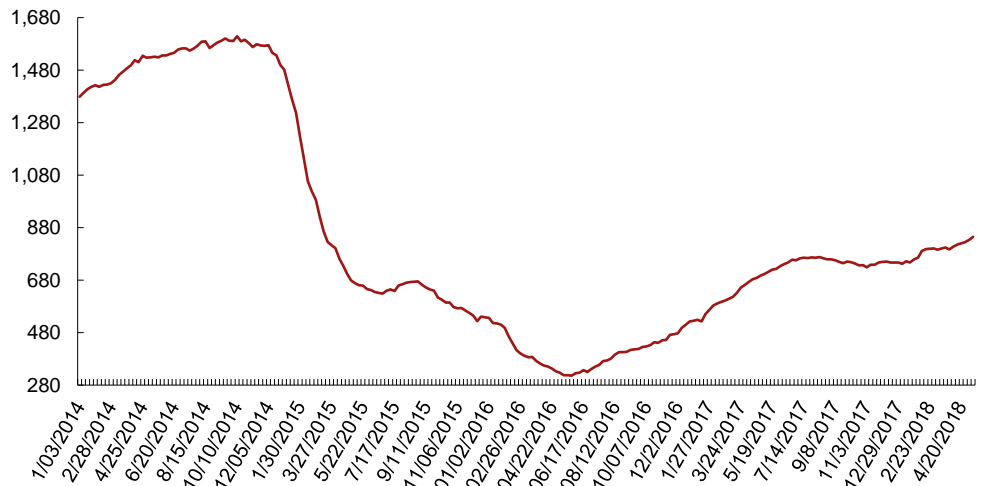
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



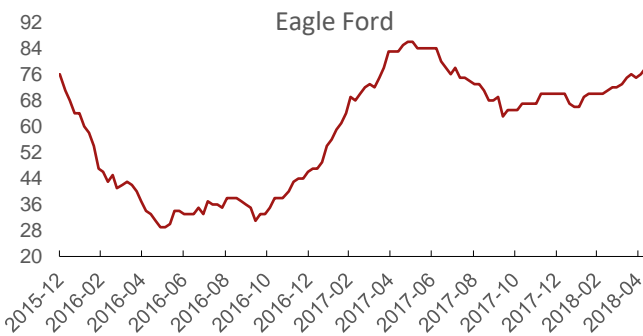
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



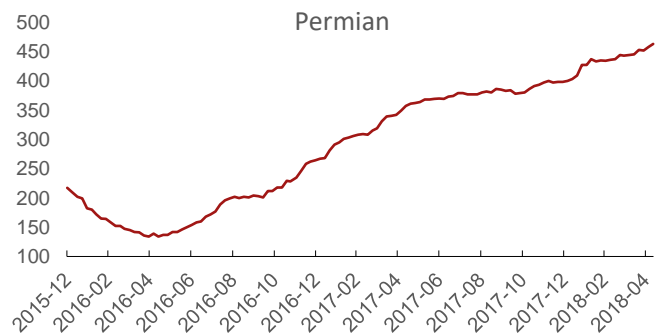
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



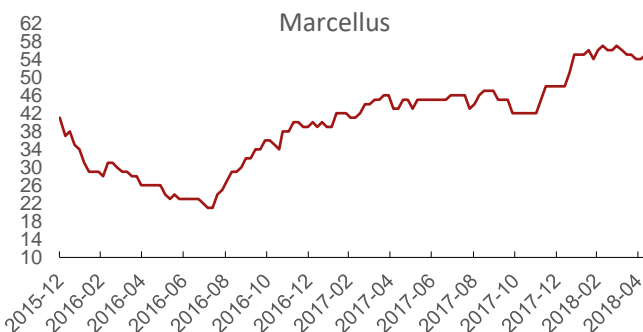
资料来源: 贝克休斯

图 21: Permian 盆地钻机数 (台)



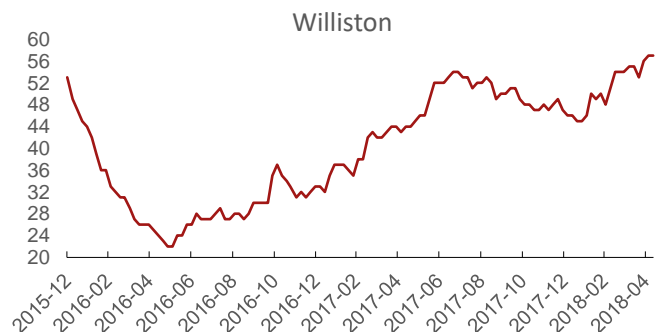
资料来源: 贝克休斯

图 22: Marcellus 盆地钻机数 (台)



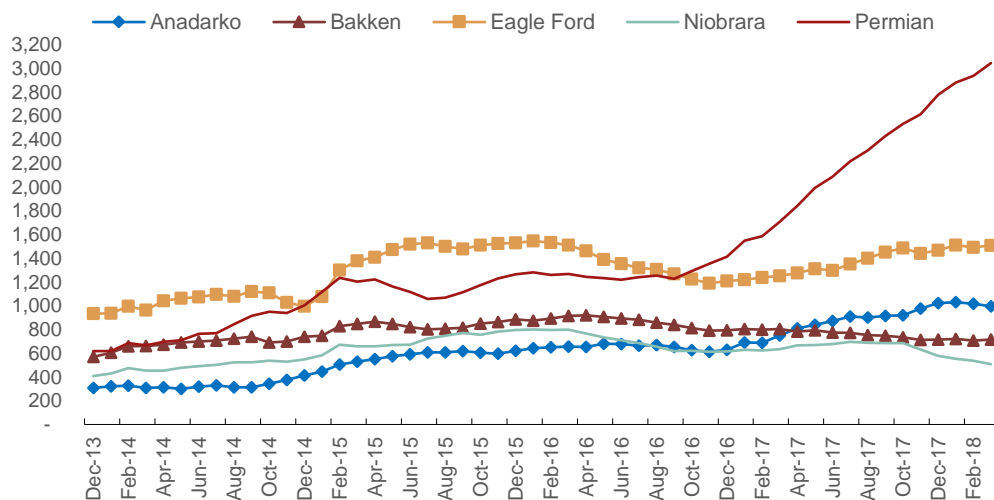
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



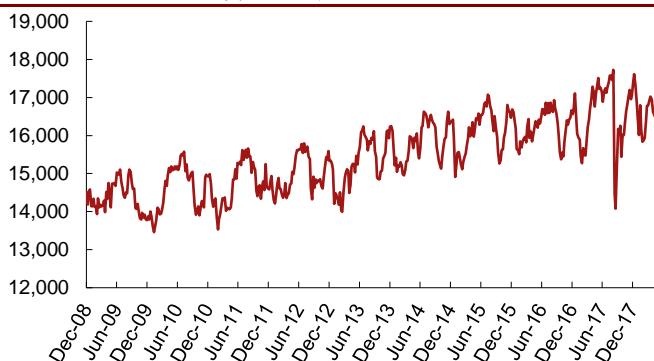
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



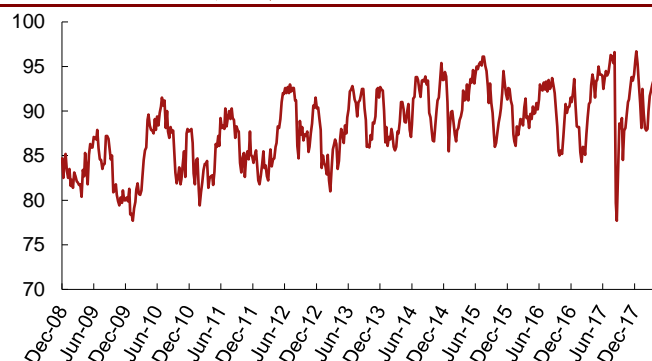
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



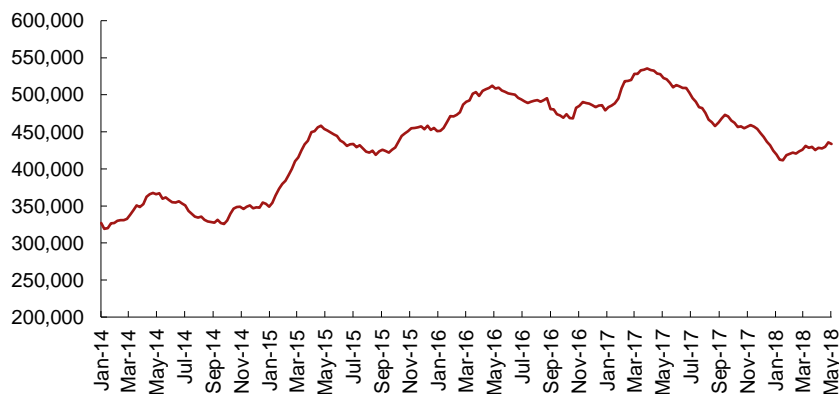
资料来源: EIA

图 26: 美国炼厂开工率 (%)



资料来源: EIA

图 27: 美国商业原油库存 (EIA, 千桶)



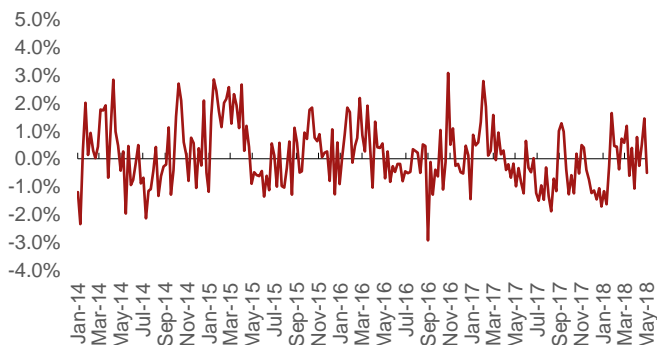
资料来源: EIA

图 28: 美国商业原油库存 (API, 千桶)



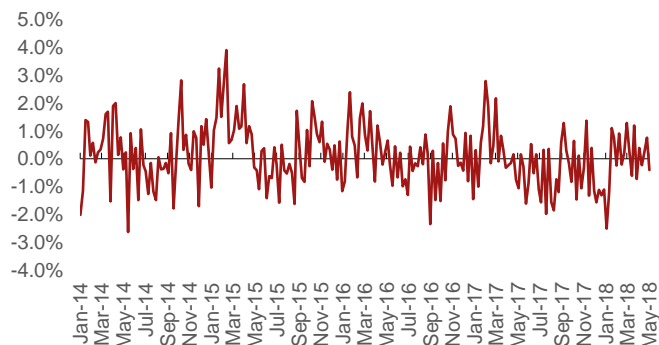
资料来源: API

图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)



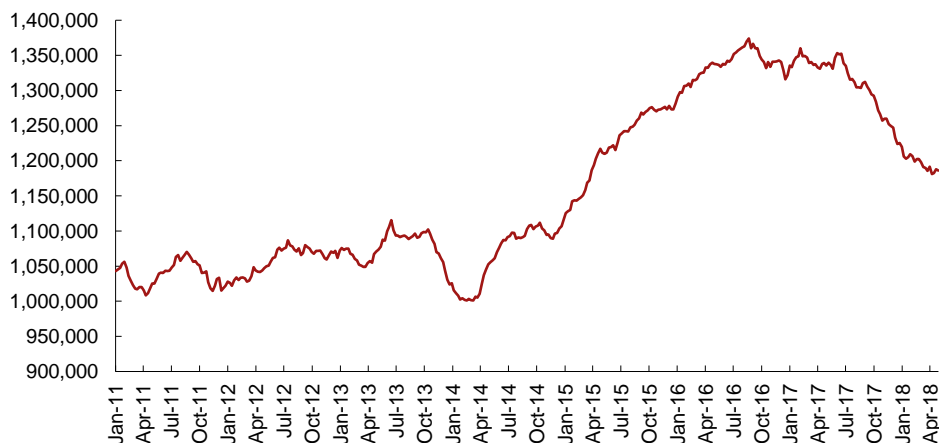
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



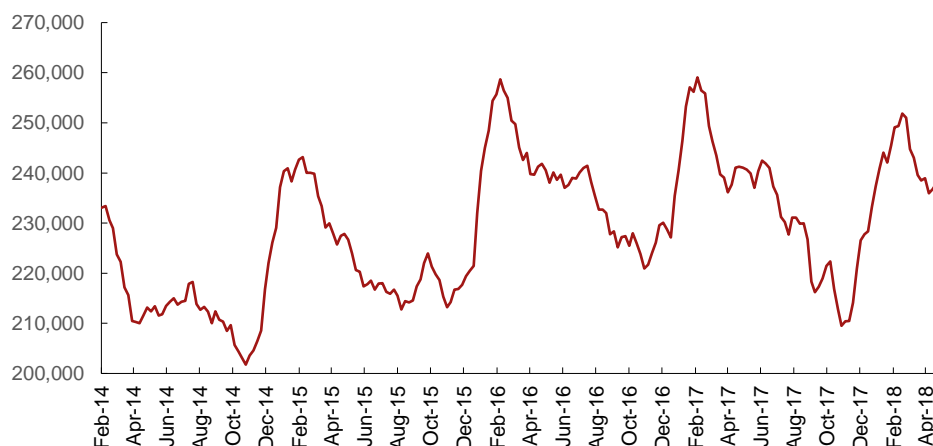
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



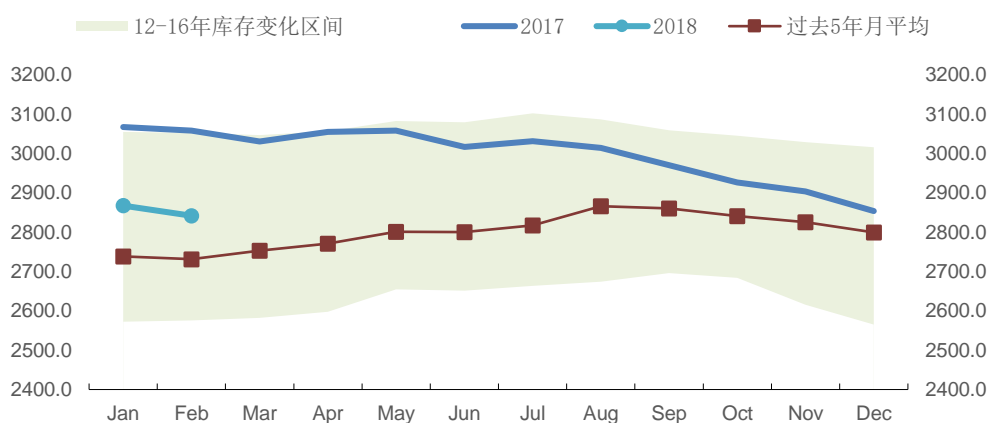
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



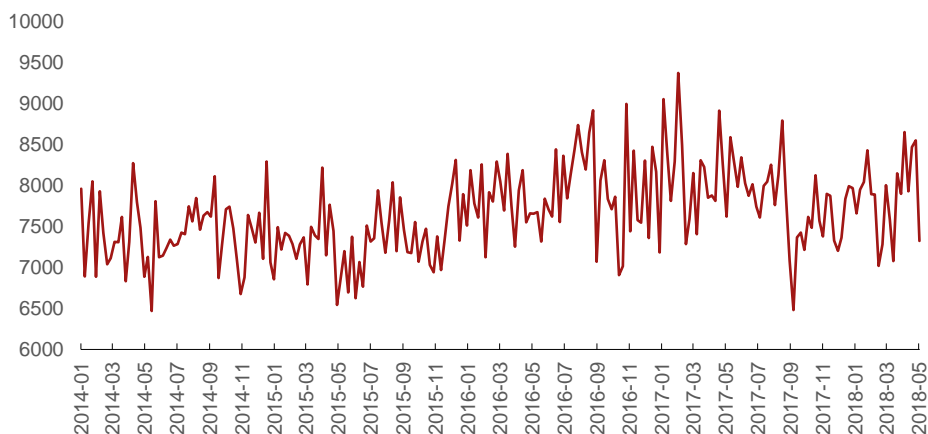
资料来源: EIA

图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)



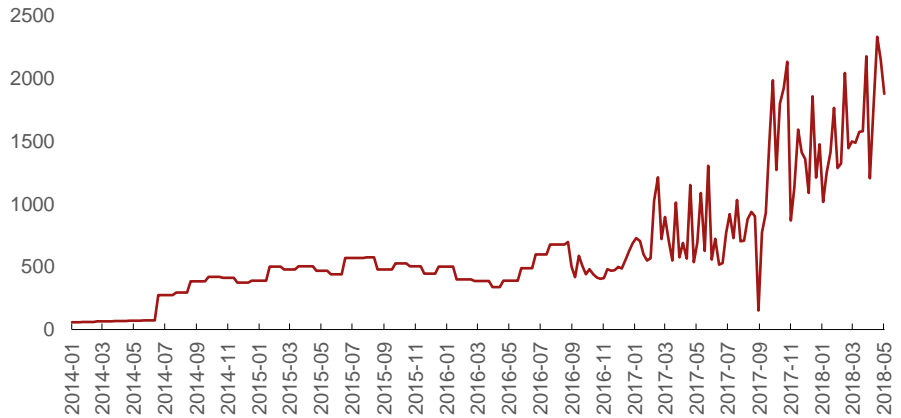
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



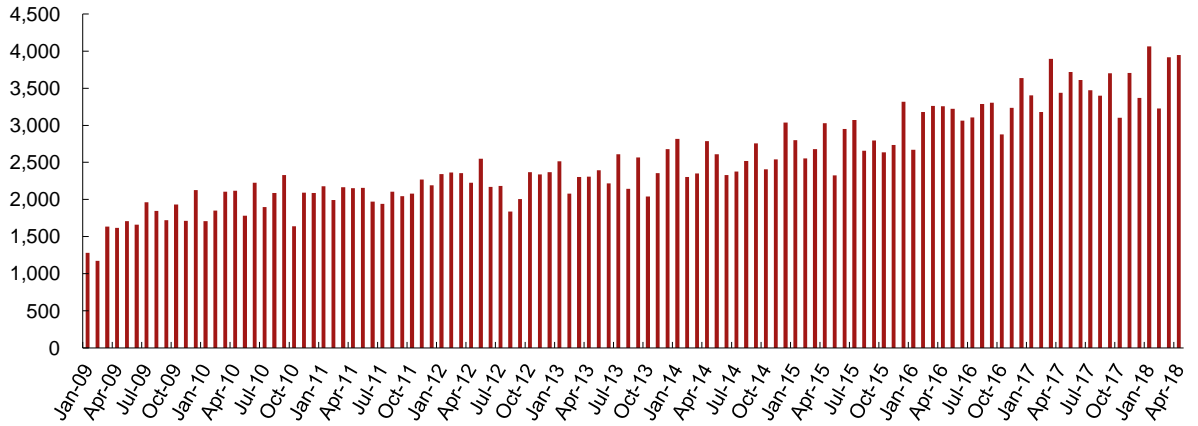
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



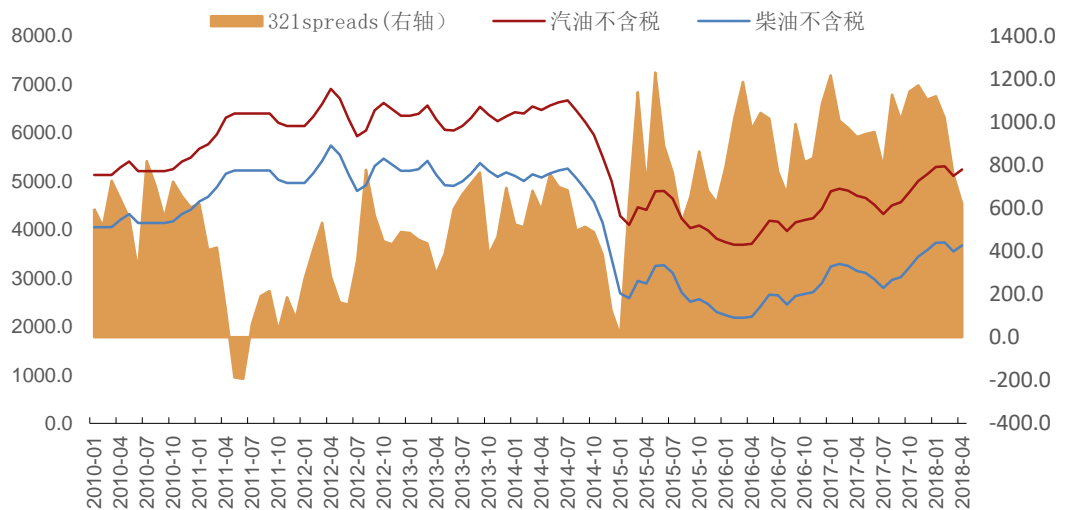
资料来源: Wind

图 36: 中国原油进口量 (万吨)



资料来源: Wind

图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。2017年新财富石油化工行业第4名。

石亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

王亮，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院6年能源化工实业经验，2年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。