

石油化工行业

2018-5-10

伊朗重面美国制裁，供给紧缩预期支撑当前油价

行业研究 | 点评报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 事件描述

华盛顿时间 2018 年 5 月 8 日，美国总统特朗普发表讲话，宣布美国将退出伊核协议，并重启因伊核协议而豁免的对伊朗制裁。重启的制裁将针对伊朗能源、石化和金融等关键经济领域，而美国财政部也于当天表示已经开始实施制裁决定。在特朗普宣布上述决定之后，伊朗总统鲁哈尼发表电视讲话称，虽然美国决定退出伊核协议，但伊朗将暂时留在伊核协议中并与其它各方进行磋商。

■ 事件评论

- **前次制裁重创伊朗经济，期内原油产量大幅下滑。**自 2003 年伊朗核问题成为国际焦点以来，美国便持续加大对其的经济制裁力度；不仅推动联合国安理会通过多个制裁决议，更联合欧盟出台单边制裁法案。自 2011 年年底开始，美国开始集中在能源及金融两大关键领域打击伊朗，并限制其在大宗商品领域的贸易。制裁期内伊朗原油出口遇阻，2014 年仅有 108.60 万桶/日的出口量，比 2011 年制裁前大幅下滑 147.97 万桶/日。由于伊朗经济对石油出口存在一定依赖，2016 年油价低迷时原油出口额仍占伊朗总出口额的 53%；故在美欧制裁期间，伊朗经济一路下滑，其 GDP 从 2012 年的近 6,000 亿美元跌至 2015 年的 3,858.74 亿美元，缩水约 35.56%。
- **伊核制裁再度出山，引发全球原油供给紧缩担忧。**2016 年 1 月，经过一系列协商，欧盟及美国宣布解除对伊朗相关制裁，伊朗原油出口量及产量均回升至制裁前水平，其经济情况也开始出现好转。然而，随着美国再次宣布退出伊核协议并对伊朗重新施加制裁，国际原油供给将重新面临紧缩风险。目前全球原油供需较为平衡，制裁一旦落地，根据历史情况推测约有 100 万桶/日的原油供应或将受到影响，受此预期推动，国际油价也出现明显提升。2018 年 5 月 9 日，WTI 及 Brent 油价分别收于 71.14 美元/桶和 77.21 美元/桶，环比分别上涨 3.01% 及 3.15%。
- **当前油价水平得以维持，大幅上涨暂难实现。**此前受美国退出伊核协议预期影响，原油价格已有明显上行，预期实现后中位油价将得到有力支撑。但考虑到具体制裁方式及实现时间尚未落实，欧盟并未对美国退出伊核协议表示支持，叠加美国页岩油生产商在当前价位下普遍具备增产能力，预计油价仍将大概率保持在 50 至 80 美元/桶的中位区间，利好炼化项目盈利性。推荐关注民营炼化相关标的**荣盛石化**、**恒逸石化**和**恒力股份**，以及国内炼化一体化龙头**中国石化**。

风险提示：

1. 地缘政治事件频发；
2. 国际原油需求不及预期。

分析师 马太

☎ (8621) 61118717

✉ matai@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516100002

联系人 魏凯

☎ (8621) 61118718

✉ weikai1@cjsc.com.cn

联系人 卜丹丹

☎ (8621) 61118718

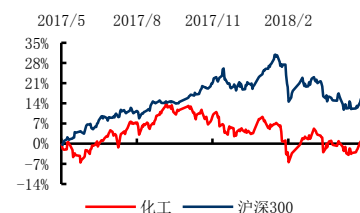
✉ budd@cjsc.com.cn

联系人 陈林

☎ (8621) 61118718

✉ chenlin9@cjsc.com.cn

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《伊朗核问题促油价上行，美原油钻机数节节攀升》2018-5-6

《基础化工行业 17 年报及 18 年一季报综述：高景气之下，更值期待》2018-5-6

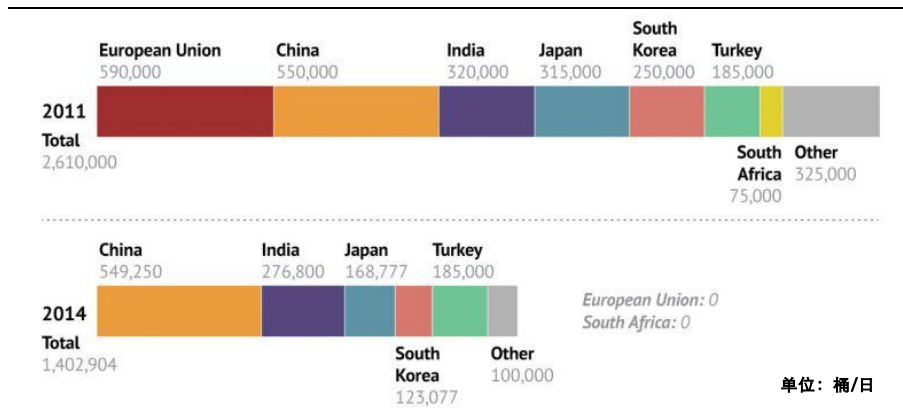
《油价回暖，景气向上——石油化工行业 2017 年报及 2018 年一季报总结》2018-5-3

前次制裁重创伊朗经济，期内原油产量大幅下滑

2011 年年底，美国公布《2012 财政年度国防授权法》，重点强化对伊朗中央银行及相关银行的金融制裁。法案第 1245 条规定，自 2012 年 6 月 28 日起，如果某个国家的金融机构继续通过伊朗央行从伊朗购买石油，美国就将切断该国所有金融机构与美国银行体系的联系。此后，美国不断推出新措施，将制裁范围从金融扩展到贸易、能源、人员等多个领域，并特别规定限制易货交易防止伊朗规避制裁。

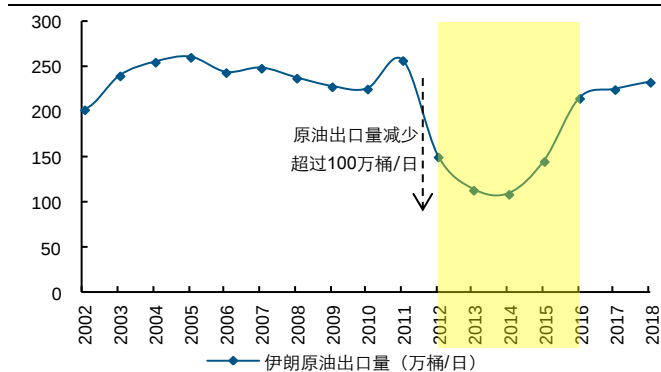
前次制裁发生后，伊朗原油产量及出口量双双下行。受上述政策影响，至 2014 年，欧盟及南非均几乎完全放弃从伊朗购买石油，伊朗向中国、印度、日本和韩国的原油出口量也相比 2011 年制裁前水平出现了不同程度的下滑。由于伊朗开采的原油多数用于出口，出口量的大幅削减也使得其不得不减少原油产量。

图 1：美欧联合制裁前后伊朗原油出口量详情对比¹



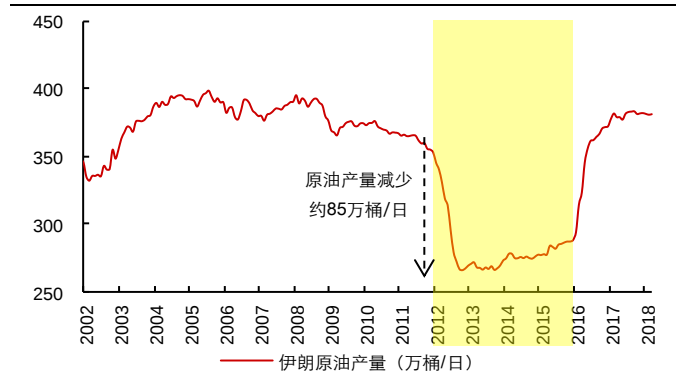
资料来源：Stratfor Worldview，长江证券研究所

图 2：美欧联合制裁期间，伊朗原油出口量大幅下滑超过 100 万桶/日



资料来源：IMF，Federal Reserve Bank of St. Louis，长江证券研究所

图 3：出口受阻致使伊朗原油产量削减约 85 万桶/日



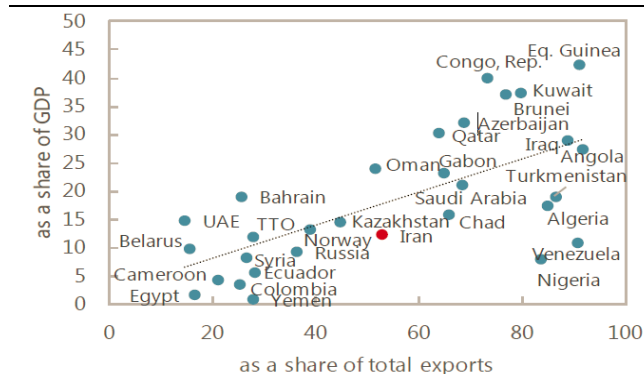
资料来源：Wind，OPEC，长江证券研究所

美欧制裁一度严重影响伊朗经济发展。在全球主要产油国家中，伊朗经济对石油出口的依赖程度并不算高，2016 年原油出口额仅占其 GDP 的 12.3%，并占其当年出口总额的 53%。虽然相比起多数中东及北非国家，伊朗出口产品较为多元化，但这些非油气产品

¹ 图中统计参考了多家数据来源，且采用了一定的估算方式，因此出口总量合计与 IMF 数据有一定差异，伊朗实际原油出口总量以 IMF 官方披露的为准。

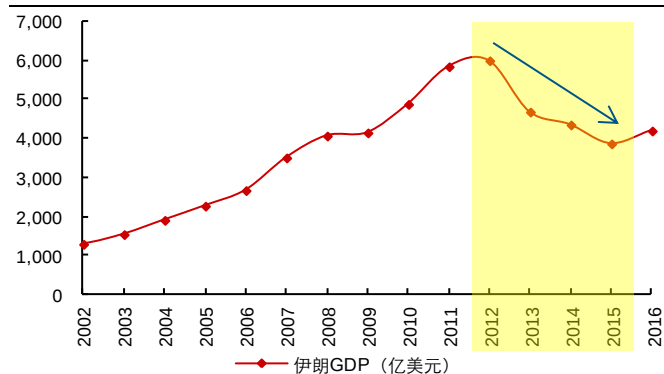
也往往与石化领域相关，比如塑料及橡胶制品等。由于制裁不仅影响了伊朗的石油出口，也影响了该国其它领域的贸易交流，叠加油价自 2014 年下半年起开始大幅下跌，伊朗经济也因此遭受重创。

图 4：2016 年原油出口额约占伊朗总出口额的 53%



资料来源：IMF，长江证券研究所

图 5：美欧联合制裁期内伊朗 GDP 不断降低

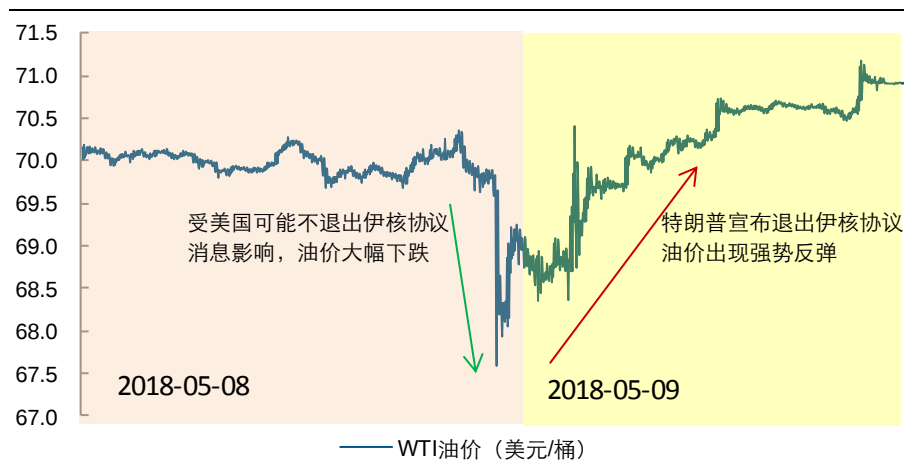


资料来源：World Bank，长江证券研究所

伊核制裁再度出山，引发全球原油供给缩紧担忧

伊核问题发展显著影响国际油价走势。由于从历史角度来看，伊核制裁对原油供给面影响较大，近期致使油价大幅波动的最主要地缘政治事件便是美国是否会退出伊核协议并重新施加制裁。而特朗普最终也宣布退出伊核协议，该消息一经发布，立即助推油价大幅上涨。

图 6：美国退出伊核协议与否显著影响油价走势²

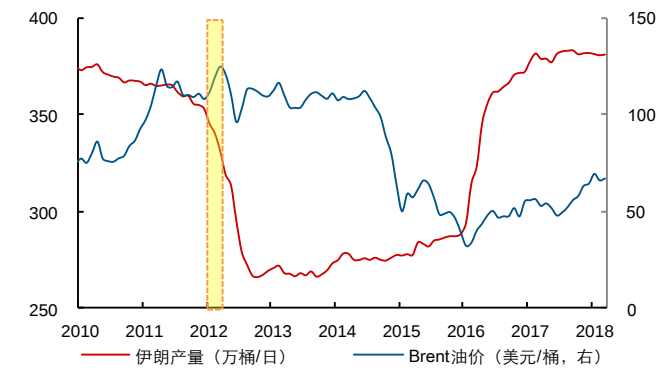


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

原油供需平衡背景下，新一轮制裁推动油价上行。在 2011 年底美国宣布对伊朗进行制裁后，伊朗原油产量大幅下滑，助推 Brent 油价持续提升至 120 美元/桶以上，在此之后国际原油供需关系也逐渐向供不应求转变。目前国际原油供需处于较为平衡的状态，若新一轮制裁启动，原油供给端或将重现紧张局面，从基本面角度给予当前油价有效支撑。

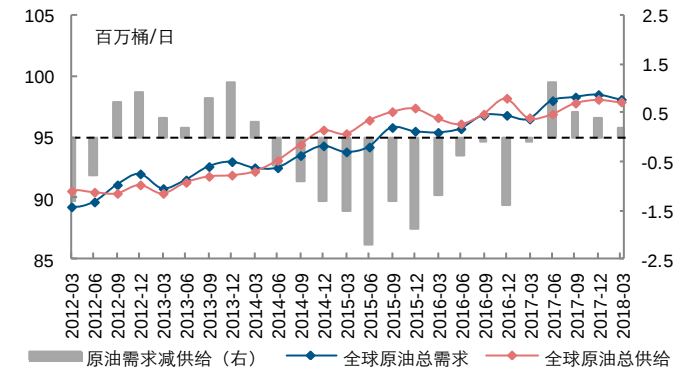
² 图中所示油价变化对应时间为北京时间。

图 7：美国制裁政策出台后，伊朗原油产量下滑，国际油价明显提升



资料来源：OPEC, Wind, 长江证券研究所

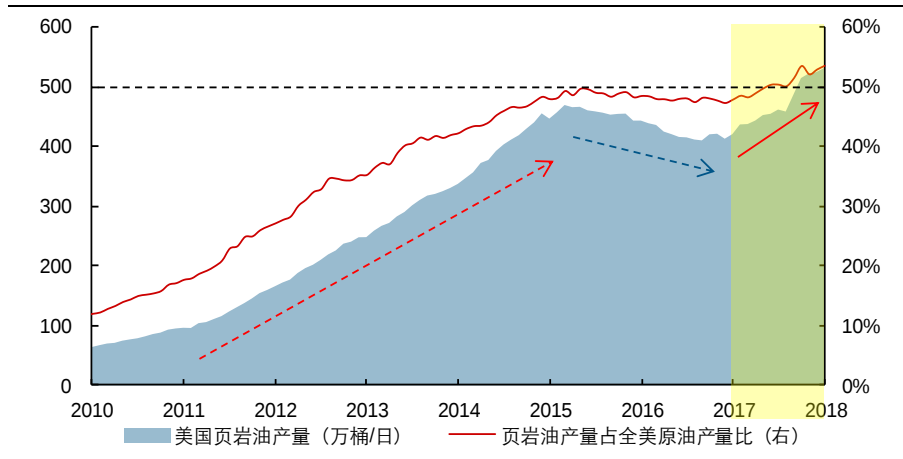
图 8：当前全球原油供需结构较为平衡



资料来源：IEA, 长江证券研究所

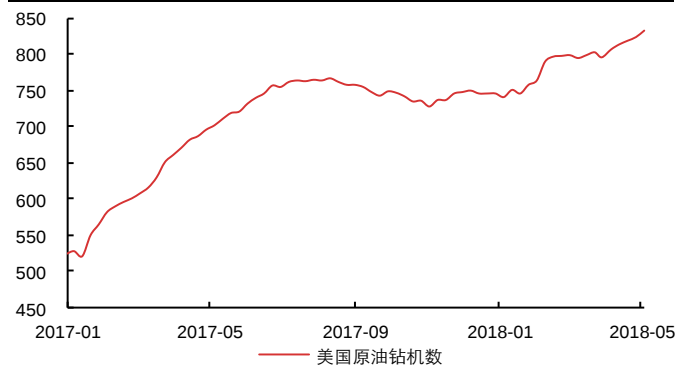
页岩油仍是 2018 年油价主要潜在利空因素。由于目前美国页岩油盈亏收支所需油价在 60 美元/桶左右，且 2017 年主要美国独立页岩油公司均已扭亏为盈，所以当前油价下美国页岩油生产商具备较强的增产能力。2017 年年底，美国页岩油产量同比提升 111.69 万桶/日，叠加目前美国钻机及钻井数整体上行的趋势；2018 年即使伊朗产量受到影响，页岩油仍有可能提供一定产量增量，并缓解原油供给端可能出现的紧张局面。

图 9：油价上涨助推美国页岩油产量持续提升



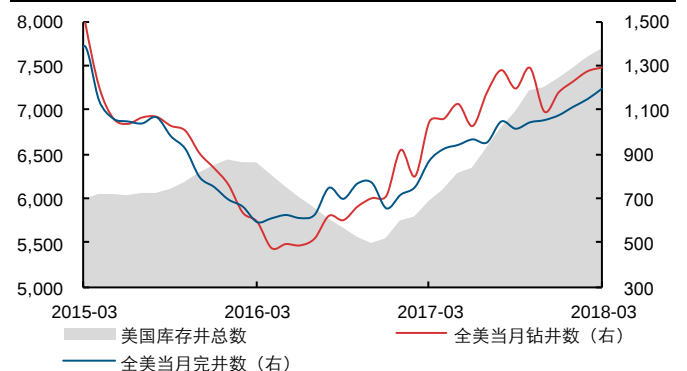
资料来源：EIA, 长江证券研究所

图 10：2017 年美国原油钻机数保持增长势头



资料来源：Baker Hughes, 长江证券研究所

图 11：2017 年美国当月钻井、完井数及库存井总数均大幅上行



资料来源：EIA, 长江证券研究所

当前油价水平得以维持，大幅上涨暂难实现

目前美国对伊朗具体制裁方式及实现时间尚未完全确定，欧盟也并未对美国退出伊核协议表示支持；在当前原油价格下，美国页岩油生产商普遍具备持续提高产量的能力，原油供给较为紧张的局面也可因此部分缓解。基于以上分析，从基本面出发，我们依旧维持油价中枢位于 60 至 70 美元/桶之间的研判，但不排除受地缘政治事件影响短期突破 70 美元/桶的可能。预计油价仍将大概率保持在 50 至 80 美元/桶的中位区间，利好炼化项目盈利性，推荐关注民营炼化相关标的**荣盛石化**、**恒逸石化**和**恒力股份**，以及国内炼化一体化龙头**中国石化**。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。