

推荐 (维持)

OPEC减产大概率有序渐进退出

2018年05月27日

原油周观点20180527

上证指数 3141

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	48	1.4
总市值 (亿元)	25751	4.7
流通市值 (亿元)	24726	5.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.8	1.3	7.4
相对表现	4.2	8.3	-2.0



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《能源化工进口改善中美逆差潜力约400亿美元》2018-05-21
- 2、《石化周观点 20180520—涤丝盈利达去年最高水平, 丙烯酸改善》2018-05-20
- 3、《原油周观点 20180520—油价触碰80大关, 后市如何演绎?》2018-05-20

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

- **利空袭来, 油价高位跳水。**本周前半周油价表现整体高位震荡。随后在俄罗斯油长和 OPEC 多位知情人士称 6 月将讨论逐步恢复原油产量的消息影响下, 国际油价高位跳水。截至周末, 布油收 76.33 美元/桶, 跌 2.78%; WTI 收 67.5 美元/桶, 跌 5.3%; 上海原油期货收 477.4 元/桶, 跌 1.53%。由于 Permian 管道运能不足导致 Midland 等主要产区“胀库”, 贴水明显放大, WTI 与布伦特价差达 9 美元的近若干年高点。
- **油价高位回踩早有征兆。**如我们上周周报分析, 由于 WTI 期货非商业多头持仓数量和比例持续下降, ICE 布伦特 1 月期合约价差 (远月-近月) 在本周也达到了升水状态。多种迹象表明在油价持续上涨之后, 多头获利了结动力较强, 存在技术调整压力; 同时近期美元持续走强, 而 OPEC 放松减产力度的预期只是情绪宣泄口。
- **OPEC 减产协议大概率仍将延续, 油价有底, 无需过度解读。**对于 OPEC 在减产问题上放出口风后的表现, 市场解读较多。我们认为油价大跌只是正常的技术面调整, 无需过度解读。首先, 我们需要注意俄罗斯油长和 OPEC 相关人士的措辞中既未明确表明力度, 也无具体时间表, 6 月下旬的工作会议之后才会推出具体措施。其次, 各方明确了放松减产的意愿, 这是在伊核问题和委内瑞拉局势即将对国际原油市场供需造成明显影响的背景下做出的表态, 目的在于缓和供给紧张局势, 而另一方面也说明油价快速剧烈上涨容易给世界经济带来不可预见的负面作用。再次, 由于减产力度在沙特的主动配合、委内瑞拉的被动合作下持续维持高位, 原油市场再平衡已经超预期提前实现。但沙特阿美 IPO 的关键目标尚未达成, 因此, OPEC 和俄罗斯此时宣布放松减产力度实质上是对伊朗和委内瑞拉带来的产量缺口进行对冲, 而不是全面退出减产框架之意。力度方面, 我们预计会根据两国产量的实际缺口而浮动, 180 万桶的底线不排除有适度突破的可能。由于库存水平依然较为健康, 因此油价即便调整也是“有底”的状态, 无需过度悲观。
- **伊朗制裁执行力度或将史无前例。**根据我们近期与国际地缘政治专家的交流情况以及从目前美国方面的表态来看, 美国对于重启对伊制裁的态度是明确而坚决的, 力度预计将超过市场预期。对比此前制裁手段, 有关各国对于伊朗原油进口量须实质性减少 (每 180 天减少 20%), 而后才能得到美国方面对于后续进口的豁免。对于美国的单方面制裁, 欧盟以及伊朗实质性规避的办法非常少, 而伊朗若退出伊核框架重启铀浓缩活动也早已被证明是死路一条。近期伊朗最高精神领袖向欧盟方面开出 7 大条件, 我们认为这些条件最后落实的可能性非常小, 而美国退出后的伊核协议框架已经基本名存实亡。若非美国总统更迭, 伊核问题对其他各方已几乎是无解状态。
- **美国原油产量小幅上涨, 钻机数继续猛涨。**截至 5 月 11 日当周, 美国原油产量环比小涨 0.2 万桶/天至 1072.5 万桶/天, 其中本土 48 州产量环比上涨 2.4 万桶/天达 1024.5 万桶/天, 阿拉斯加产量环比下降 2.2 万桶/天。截至 5 月 25 日当周, 美国原油钻机数为 859 台, 环比大涨 15 台; Permian 盆地钻机数大涨 11 台至 478 台。
- **油价的地缘政治溢价明显, 油价已系统性进入中高油价, 今年关注 OPEC 减产走向和伊朗制裁力度。**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, 关注东华能源等; 还可关注部分优质油服及胜利股份、齐翔腾达等。
- **风险提示。**原油产量持续超预期, 地缘政治风险

敬请阅读末页的重要说明

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

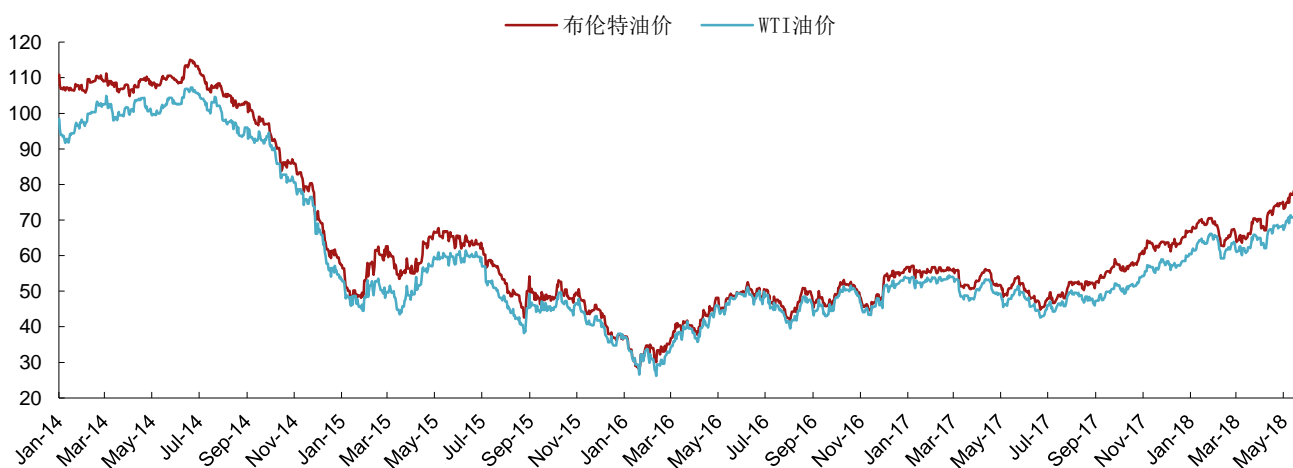
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶)	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨)	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)	14
表 1: 本周国际原油市场大事件.....	4
表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)	6
表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (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22日	<p>据美国能源信息署 EIA 官方统计, 美国 5 月 18 日当周的商用原油库存增加 577.80 万桶, 远超预期的降幅 200 万桶和前值降幅 140.40 万桶。不过, 美国原油期货交割地库欣地区的库存减少 112.30 万桶, 好于前值的增幅 5.30 万桶。</p> <p>当周的汽油库存增加 188.30 万桶, 远超预期的降幅 143 万桶和前值降幅 379 万桶。包括柴油和取暖用油的精炼油库存减少 95.10 万桶, 也逊于预期的降幅 125 万桶, 但好于前值降幅 9.20 万桶。美国精炼厂设备利用率增加 0.7%, 大于预期的增幅 0.5%, 持平前值, 本应部分缓解原油积压趋势。</p>
5月23日	<p>“如果我们发现伊朗核协议没有任何好处, 我们的选项之一将会是恢复那些已经取消的(核)活动。” 伊朗最高领袖提出以下要求:</p> <p>美国违反了安理会第 2231 号决议(伊核协议相关决议), 欧盟必须起草一项对抗美国此举的决议。</p> <p>欧洲必须保证不再就伊朗导弹以及地区问题主动进行干预。</p> <p>欧洲必须保证伊朗的石油销售。如果美国阻挠伊朗的石油出口... 欧洲应该购买伊朗的石油。欧洲银行必须保证与伊朗的贸易往来。“我们不想与欧洲三国开启冲突, 但我们也不相信他们。”</p> <p>欧洲必须抵制任何对伊朗的制裁, 并坚定站在美国对伊制裁的对立面上。</p> <p>如果欧盟成员犹豫于回应我们的要求, 伊朗有权恢复核活动。</p>
5月24日	<p>今日稍早的彭博社报道称, 俄罗斯能源部长 Novak 表示, 将在 6 月讨论逐步恢复原油产量的话题, 并一再重申将依据市场状况做出决定。</p> <p>沙特、俄罗斯和 2018 年 OPEC 轮值主席国阿联酋的油长们本周在俄罗斯圣彼得堡开会讨论是否增加产量目标的相关话题。据彭博社, 在该国际经济论坛上, Novak 向记者表示, 俄罗斯最大的石油生产商已经在纷纷呼吁, 经历了长达 18 个月的减产之后, 希望在未来的全球原油市场可以获得更高的灵活性。俄罗斯能源巨头 Lukoil 和 Gazprom Neft 的高管都表示, 欧佩克及其盟国减产的目标已经达成, 逐步恢复原油产量是合理的, 每桶接近 80 美元的油价已经足够高了。</p>

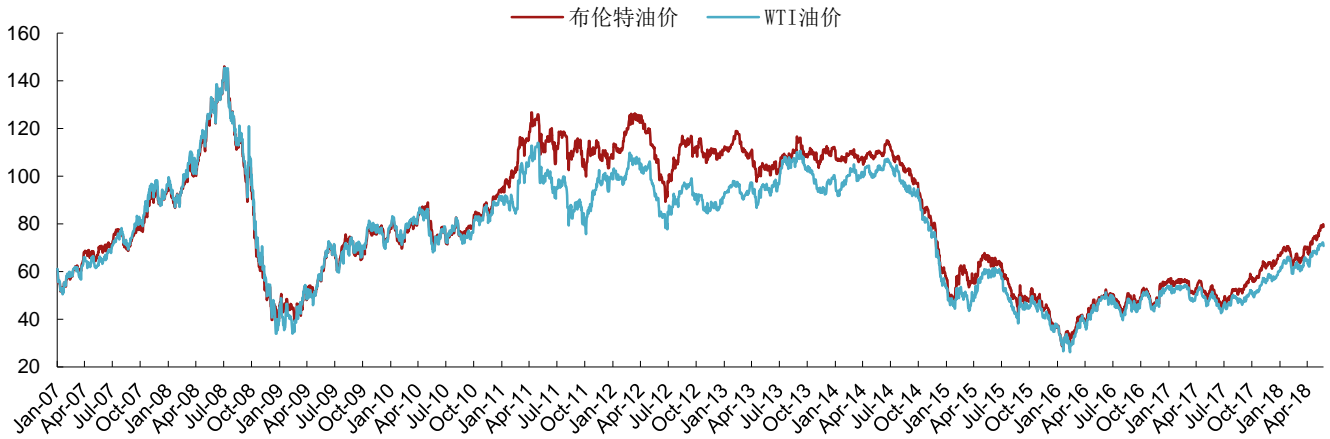
资料来源: 华尔街见闻, 卓创资讯

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



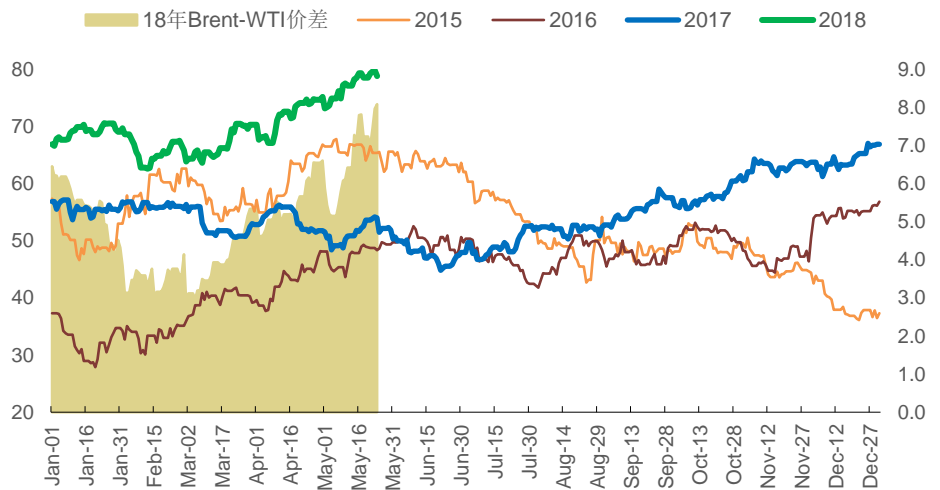
资料来源: Wind

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



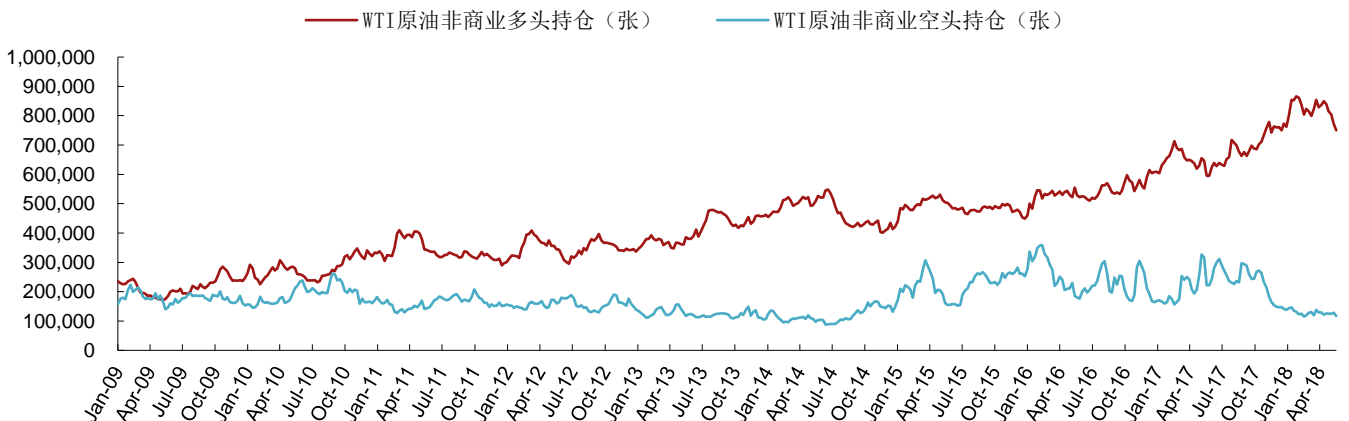
资料来源: Wind

图 3: 近四年布伦特原油价格走势及 18 年 B-W 价差 (美元/桶)



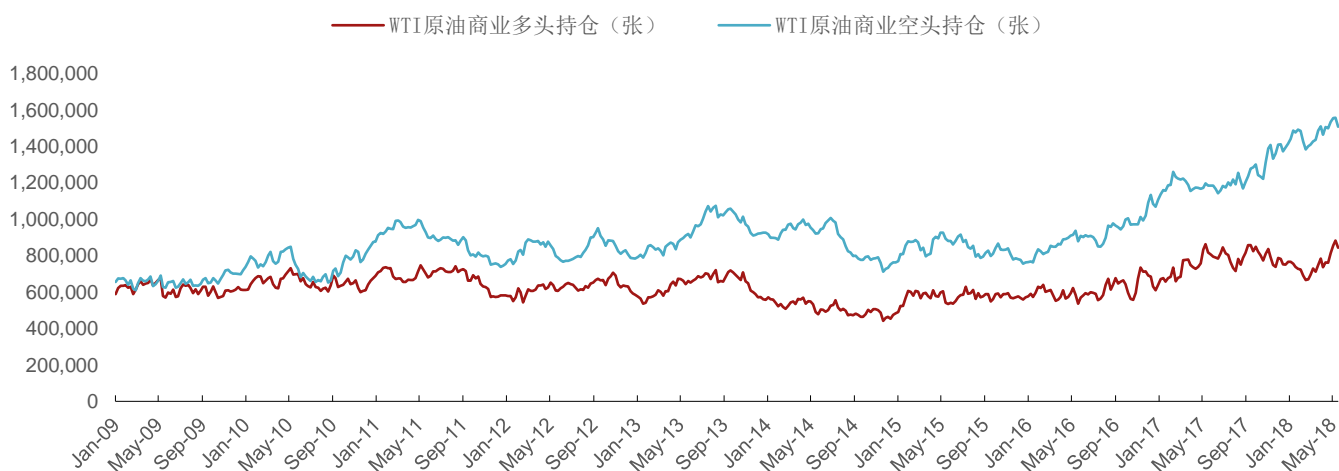
资料来源: Wind

图 4: WTI 原油非商业多头空头持仓



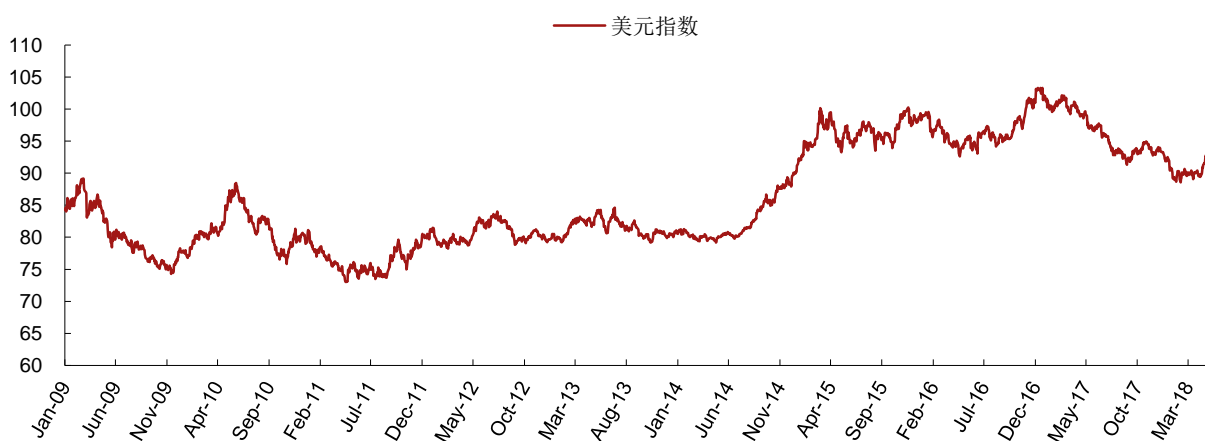
资料来源: Wind

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%	

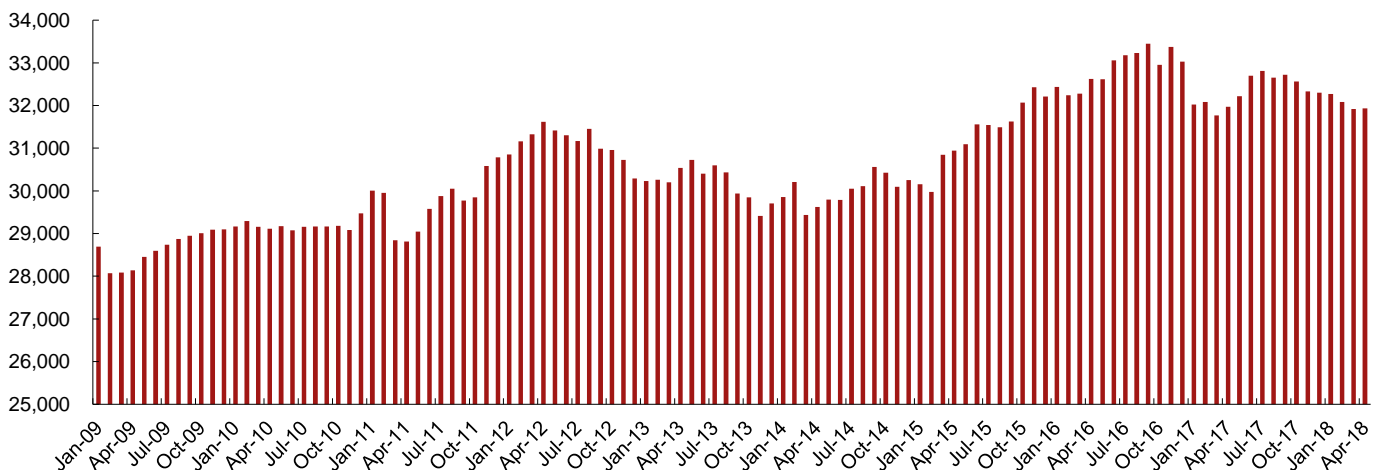
资料来源: IEA 4 月月报

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	3月产量	4月产量	3月减产完成率	4月减产完成率	备注
Algeria	1,089	-50	1,039	979	997	220%	184%	
Angola	1,751	-78	1,673	1,523	1,515	292%	303%	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	517	520	119%	108%	
Gabon	202	-9	193	193	183	100%	211%	
IR Iran	3,975	90	3,797	3,813	3,823	91%	85%	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	4,430	4,429	62%	63%	
Kuwait	2,838	-131	2,707	2,704	2,705	102%	102%	
Libya				976	982	-	-	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				1,799	1,791	-	-	同上
Qatar	648	-30	618	595	590	177%	193%	
Saudi Arabia	10,544	-486	10,058	9,912	9,959	130%	120%	
UAE	3,013	-139	2,874	2,866	2,872	106%	101%	
Venezuela	2,067	-95	1,972	1,478	1,436	620%	664%	
合计	31,236	-1,164	29,804	29,010	29,029	155%	154%	

资料来源: OPEC 5月月报, 招商证券

图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



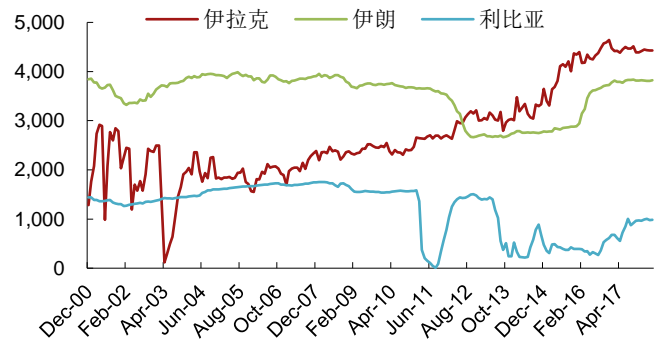
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



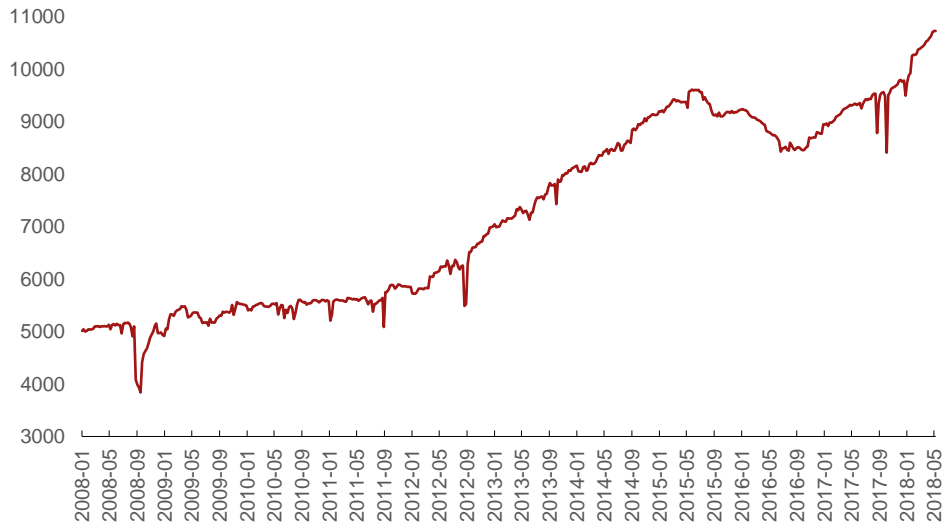
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



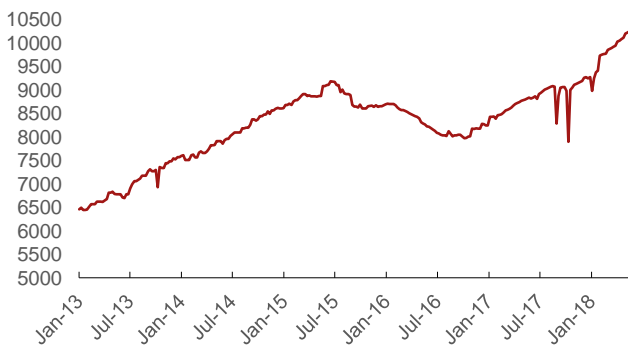
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



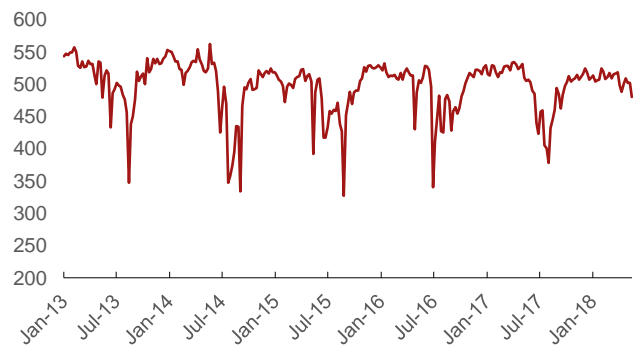
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



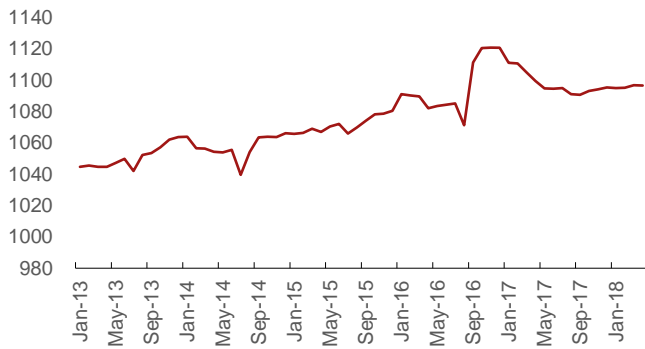
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



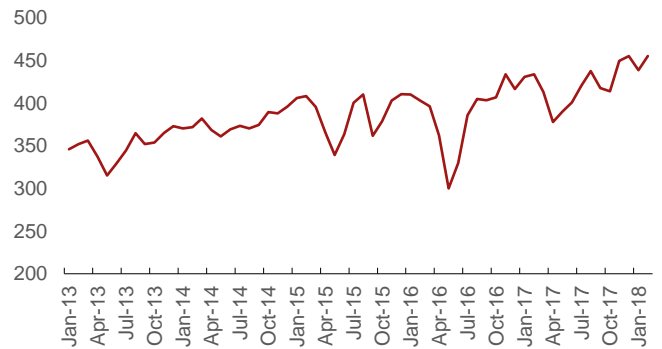
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



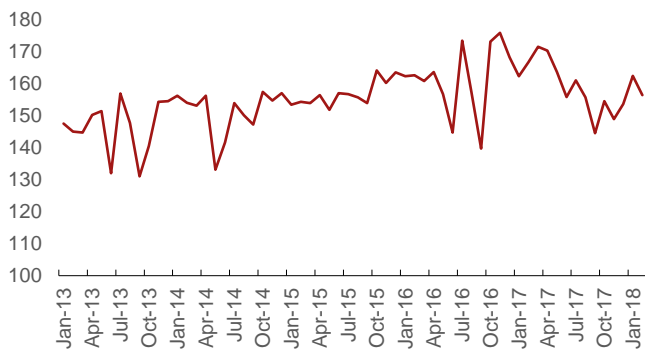
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



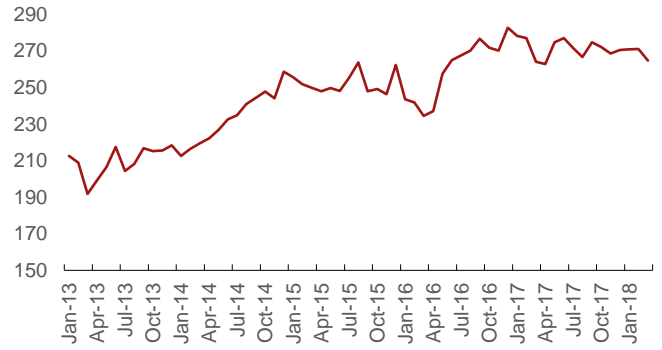
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



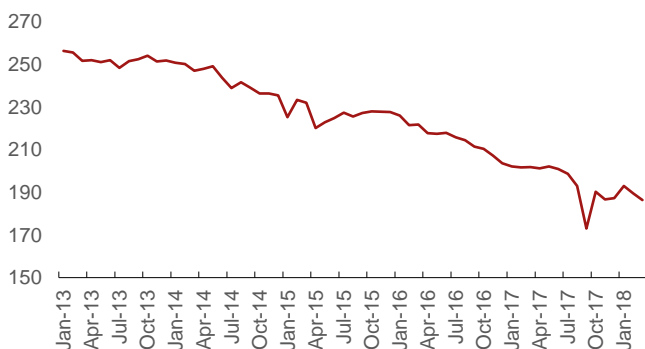
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



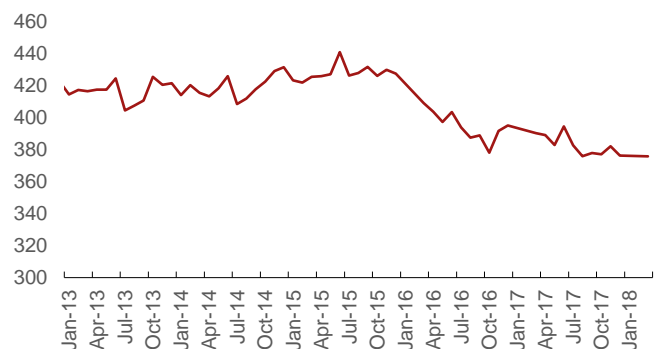
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



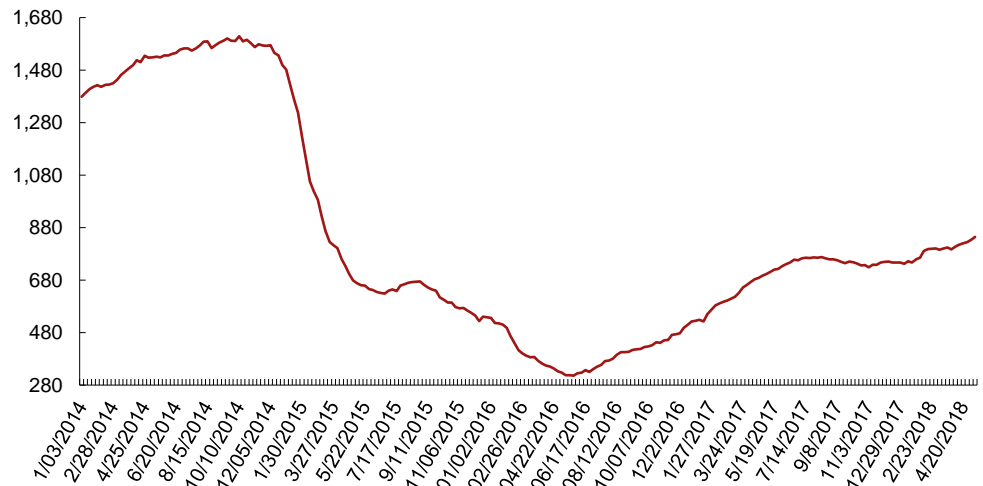
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



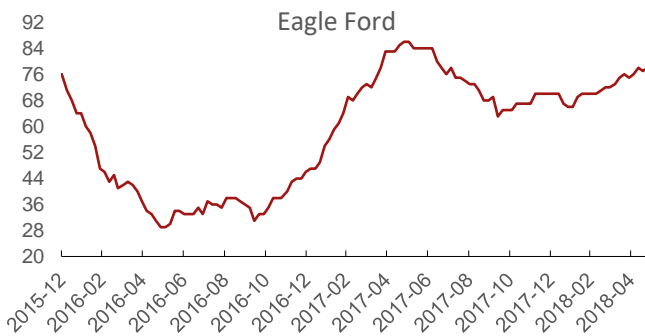
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



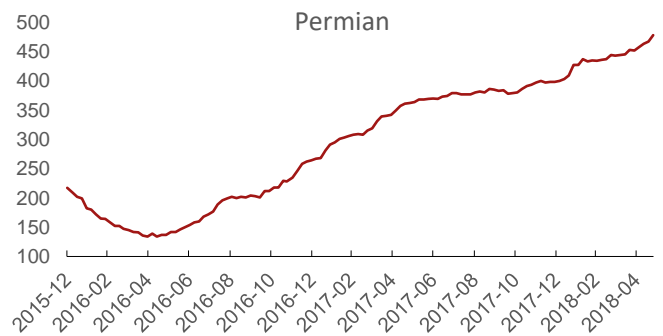
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



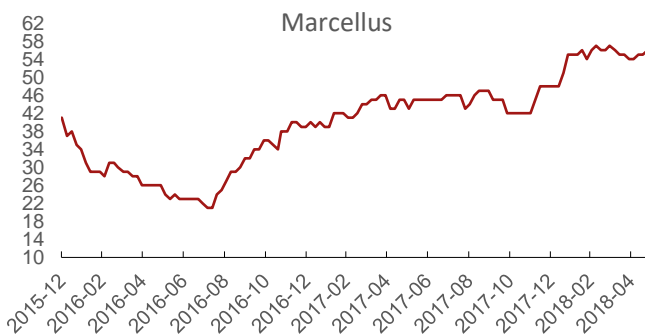
资料来源: 贝克休斯

图 21: Permian 盆地钻机数 (台)



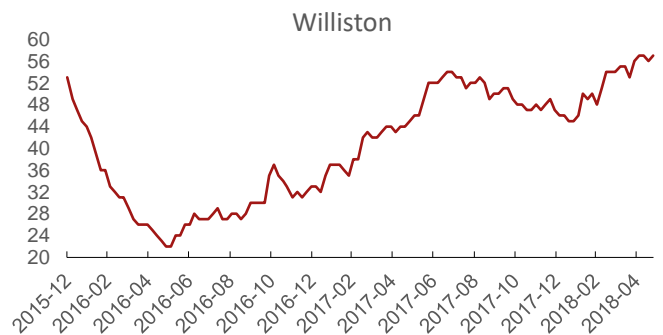
资料来源: 贝克休斯

图 22: Marcellus 盆地钻机数 (台)



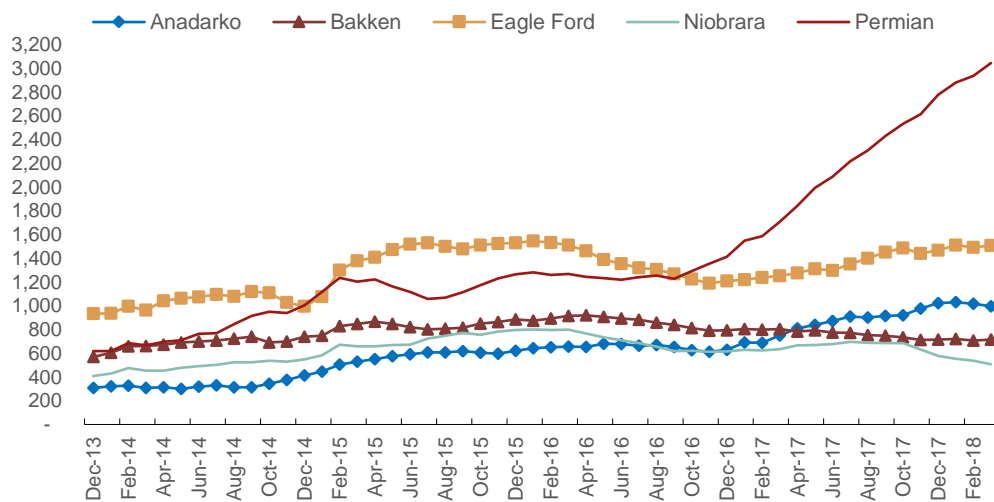
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



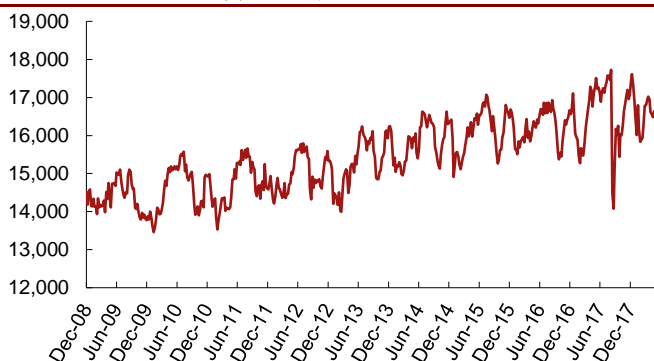
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



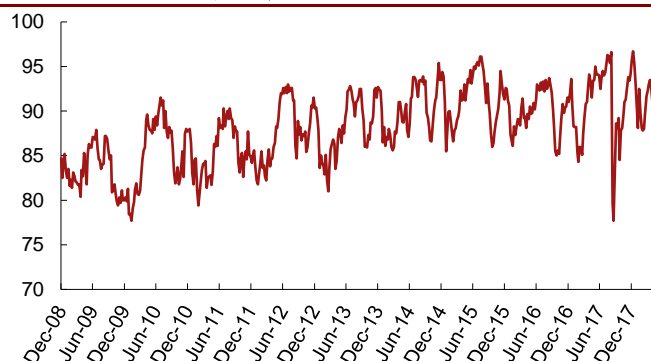
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



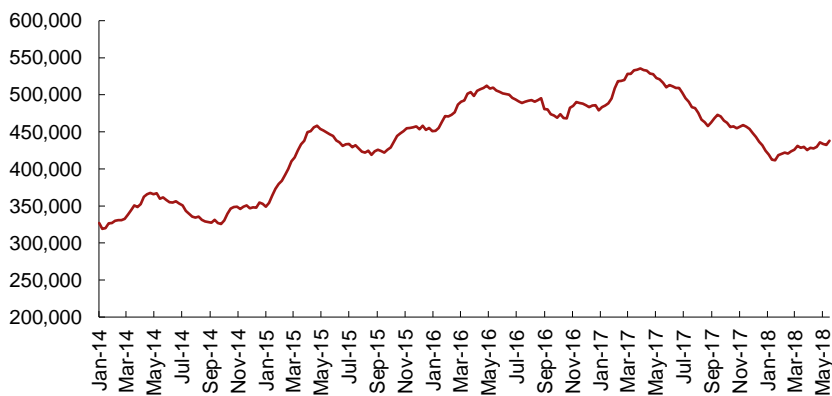
资料来源: EIA

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)



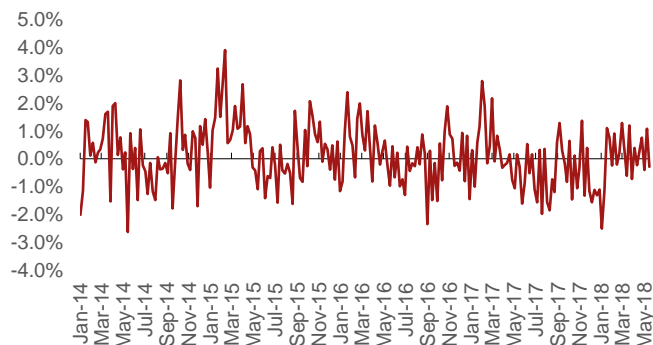
资料来源: API

图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)



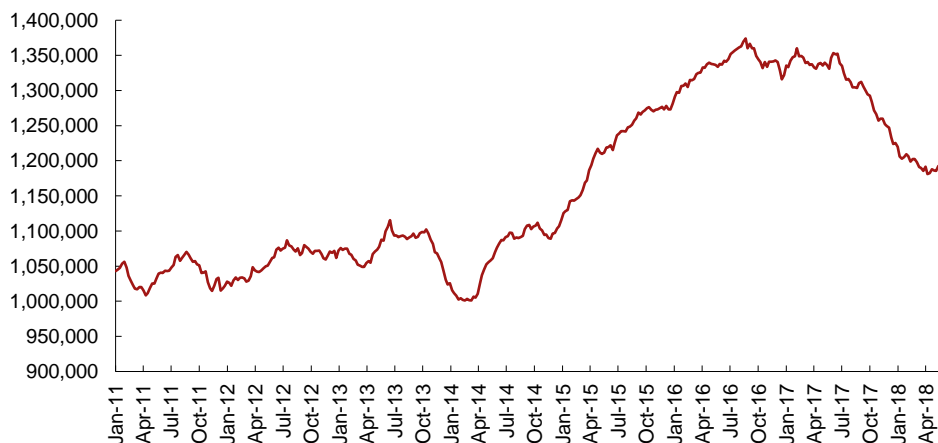
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



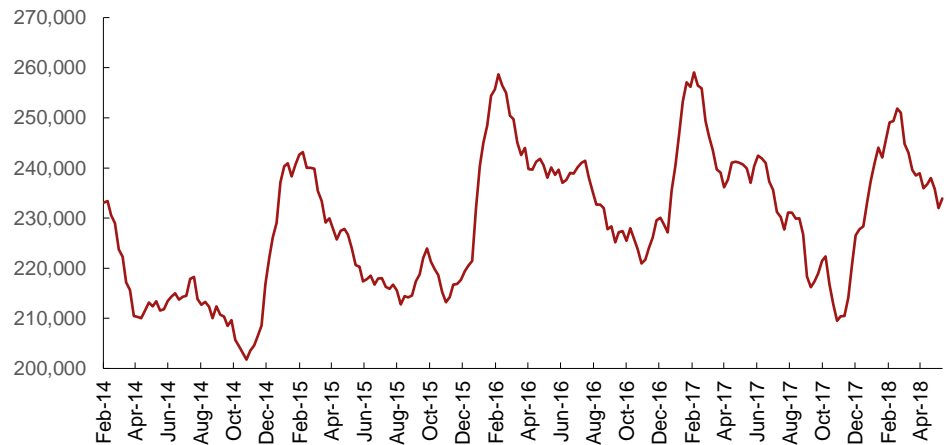
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



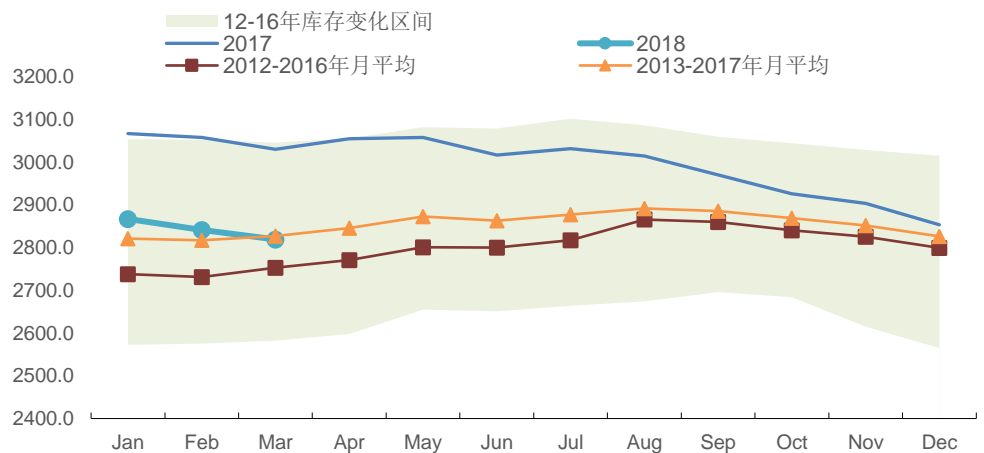
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



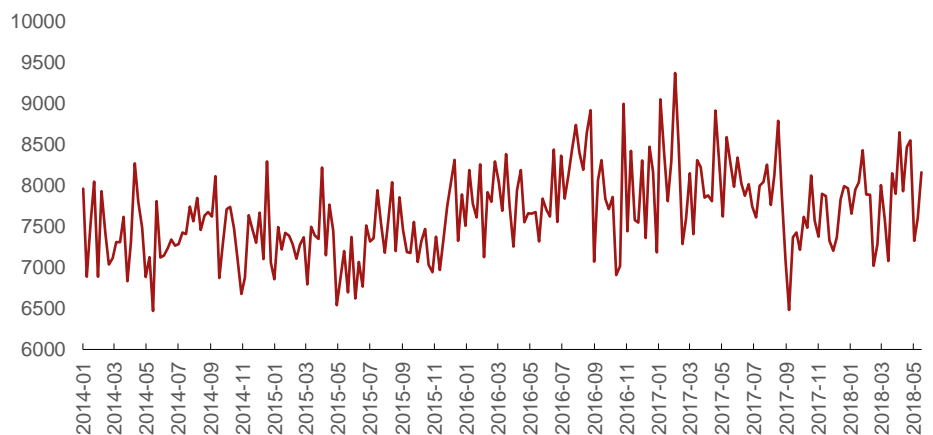
资料来源: EIA

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



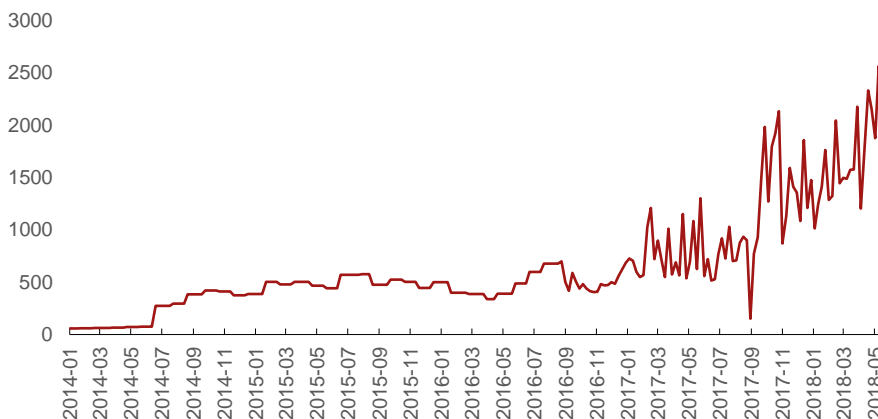
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



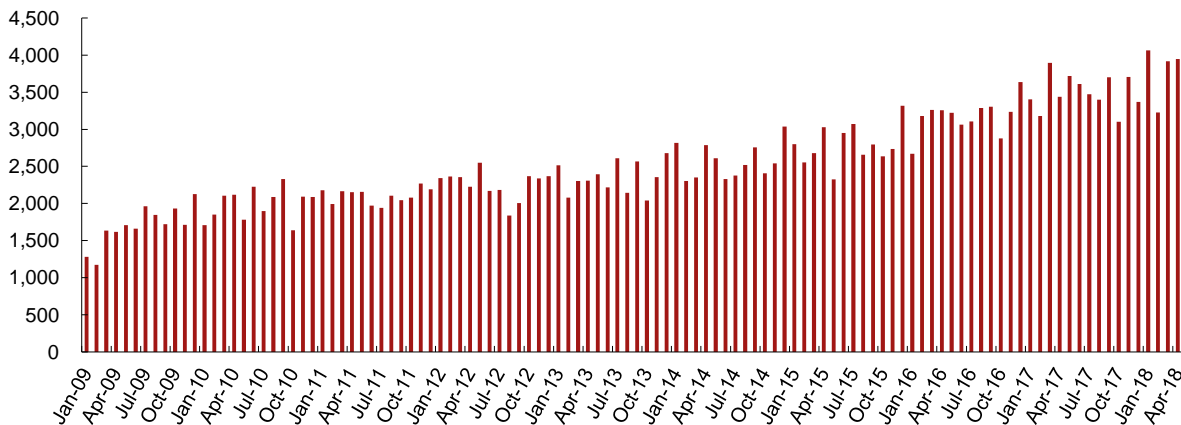
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



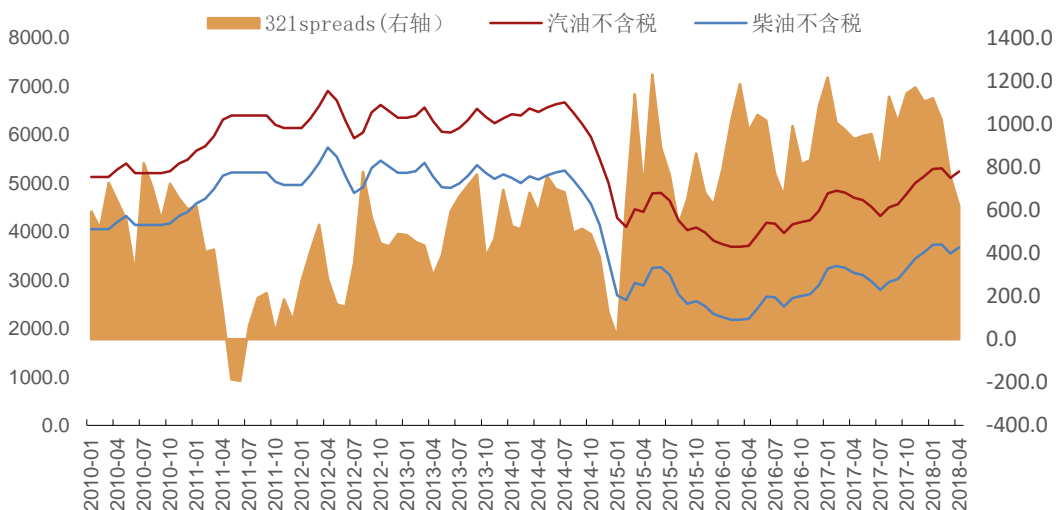
资料来源: Wind

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。