推荐（维持）

减产大概率渐进退出，布油WTI走势分化

2018 年 06 月 02 日

原油周观点20180602

上证指数 **3075**

行业规模

		占比%
股票家数（只）	48	1.4
总市值（亿元）	25305	4.8
流通市值（亿元）	24340	5.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.3	0.0	3.9
相对表现	3.9	5.7	-3.9

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《原油周观点 20180527—OPEC 减产大概率有序渐进退出》2018-05-27

2、《石化周观点 20180526—PTA 大涨，长丝盈利高位保持》2018-05-27

3、《能源化工进口改善中美逆差潜力约 400 亿美元》2018-05-21

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

- **布油-WTI 走势分化。**本周 OPEC 减产消息影响市场，知情人士称 OPEC 与组织外产油国的限产协议将继续履行至今年底，如有需要，增产可能以“渐进并谨慎的方式进行”，此表态提振了市场信心，布伦特油价闻声反弹。本周 EIA 库存数据下降，但 WTI 价格并未受到提振，走势呈现分化。截至周末，布油收 76.71 美元/桶，涨 0.35%；WTI 收 65.72 美元/桶，跌 3.18%；上海原油期货收 474.7 元/桶，跌 1.23%。由于 Permian 管道运能不足导致 Midland 等主要产区价格贴水明显放大，供给面承压明显，WTI 与布伦特价差超过 11 美元的近若干年高点。

- **OPEC 减产协议大概率仍将延续，关注 6 月底会议情况。**OPEC 明确放松减产意愿，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。OPEC 减产退出是必然选择，退出节奏和力度才是关键。我们认为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，退出的基本条件已经具备。OPEC 通过放松减产对伊朗和委内瑞拉带来的产量缺口进行对冲，对市场的实际影响最小，力度方面则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。

  我们注意到，此前沙特方面也曾释放消息，称将在 18 年底减产协议执行结束后，与俄罗斯方面就更长久的减产行动协调新机制。我们认为此举成行的可能性非常大。一方面，有本次减产作为成功合作的先例；另一方面，沙特在油价明显上移后，其经常性国际收支情况已经大为改观，由于资产负债情况非常良好，其存在利用金融杠杆改善其资金需求的空间，单纯通过减产手段已经不甚迫切；再者，此次减产一直存在明确的目标作为锚定，双方可腾挪的空间不大，今后双方合作实施模糊目标的减产存在更大的想象空间。

- **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，也并不一定对其自身有益。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，当前情况下的伊核协议框架已经较难继续维持。

- **美国原油产量和钻机数继续上涨。**截至 5 月 25 日当周，美国原油产量环比再涨 3.6 万桶/天至 1076.9 万桶/天，其中本土 48 州产量环比上涨 2 万桶/天达 1026.5 万桶/天。截至 6 月 1 日当周，美国原油钻机数为 861 台，环比小涨 2 台；Permian 盆地钻机数环比回落 1 台至 477 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：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

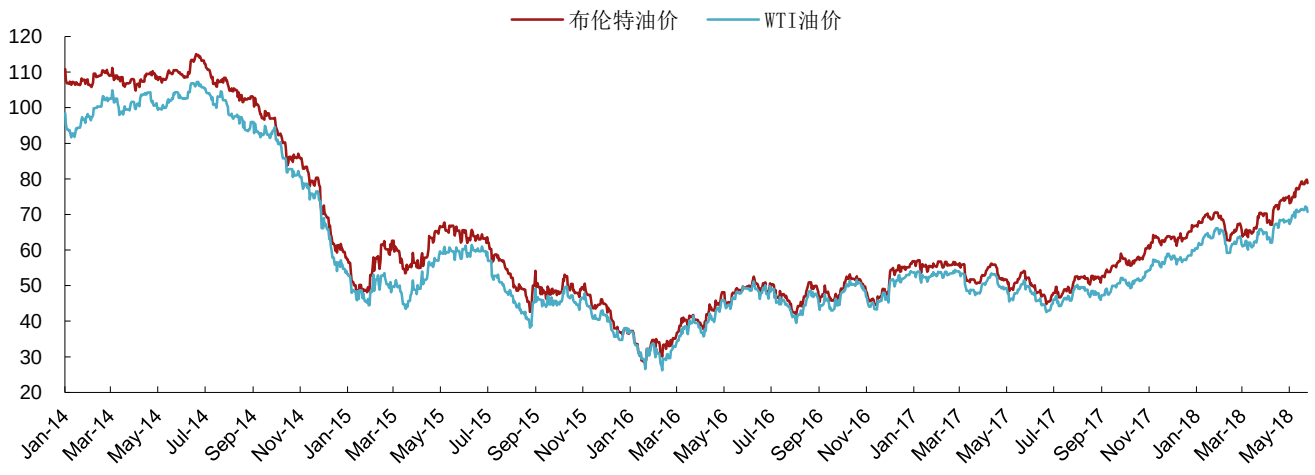
表 1：本周国际原油市场大事件.....4
表 2：当前非 OPEC 国家减产协议执行情况（千桶/日）.....6
表 3：当前 OPEC 减产协议执行情况（千桶/日，产量来自第二信源）.....7

表 1：本周国际原油市场大事件

时间	事件
5 月 31 日	据路透社援引熟悉沙特想法的知情人士称，OPEC 与以俄罗斯为首的组织外产油国，计划继续履行减产协议直至今年底。如有需要，将逐渐增产以应对供应短缺。 知情人士表示，参与减产协议的国家对当前减产结果非常满意，原定的减产协议就是生效至年底。若为填补供给短缺，可能的增产会以“渐进并谨慎的方式进行”。这一消息令周三油价大幅回涨。
5 月 31 日	5 月 25 日，沙特和俄罗斯油长碰面后，沙特油长释放未来可能开始增加产能的信号，并表示具体的增产规模会在 6 月 27 日的 OPEC 大会上商讨。 “沙特不会让油价升到 100，因为他们听特朗普的。”华尔街日报援引科威特石油官员称。特朗普 4 月 20 日在推特上称，“油价现在人为地太高了！没有任何好处也不能被接受！” 但沙特也不会希望看到油价如普京所期，跌回 60 美元。华尔街日报援引 OPEC 官员消息称，沙特正在推行一系列经济及社会改革，军事开支高企，还要准备沙特阿美的天价 IPO。 伊朗油长此前也曾透露，部分 OPEC 成员“被美国玩弄于股掌之间”。伊朗油长还称特朗普在油价问题上并不诚实，出于税收和就业等考虑，美国总统事实上更喜欢油价走高。 尽管沙特阿拉伯占据了 OPEC 三分之一的产量，但 OPEC 通常由所有成员共同商讨决议，如果 OPEC 内部增产降价的呼声高企，俄罗斯也作为非 OPEC 成员施压沙特，减产协议提前终止也并非不可能。 普氏能源资讯援引海湾国家官员消息称，沙特油长周六将与科威特、阿联酋油长会晤，商讨石油供应增加的问题；沙特仍在等待关于停止减产的最终决议，但这很可能会成真。
5 月 31 日	这个溢价还不是最大的。英国《金融时报》称，在德克萨斯州米德兰，来自二叠纪盆地——美国最大的页岩油田的原油周三价格每桶比 WTI 低了 12.50 美元，和布油差价更在 20 美元以上；而且未来几个月交割的合约表明，随着美国原油产量增加，交易商们认为布油对 WTI 两位数的溢价仍会继续保持下去。。

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）

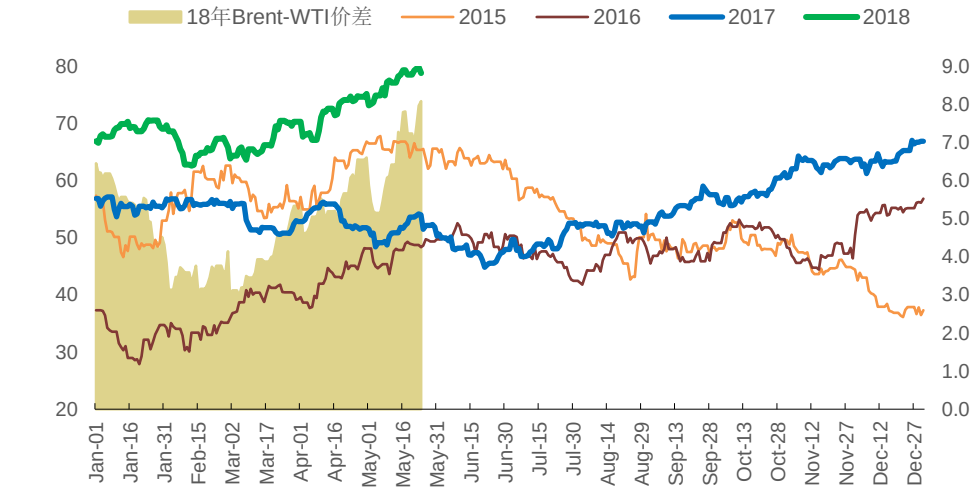


资料来源：Wind

图 2：2007 年以来 Brent 和 WTI 原油价格走势（美元/桶）

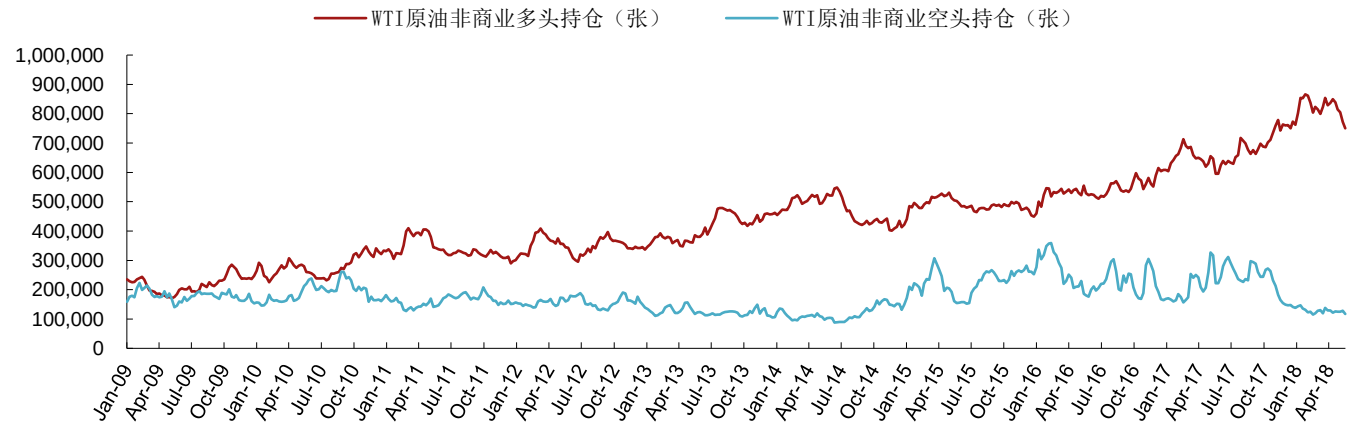
资料来源：Wind

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

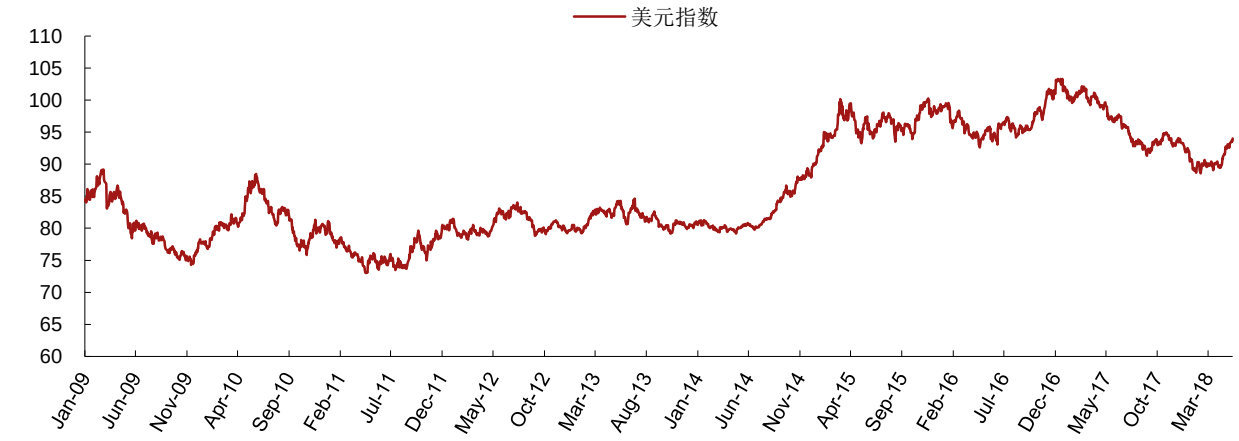


资料来源：Wind

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	3 月产量	4 月产量	3 月减产完成率	4 月减产完成率	备注
Russia	11,597	-300	11,297	11,350	11,350	82%	82%	
Azerbaijan	815	-35	780	800	790	43%	71%	
Kazakhstan	1,805	-20	1,785	1,940	1,950	-675%	-725%	基准产量为 11 月
Mexico	2400	-100	2,300	2120	2100	280%	300%	
Oman	1020	-45	975	970	980	111%	89%	
Others	1,223	-46	1,177	1,230	1,260	-15%	-80%	
Total	**18,860**	**-546**	**18,314**	**18,410**	**18,430**	**82%**	**79%**	

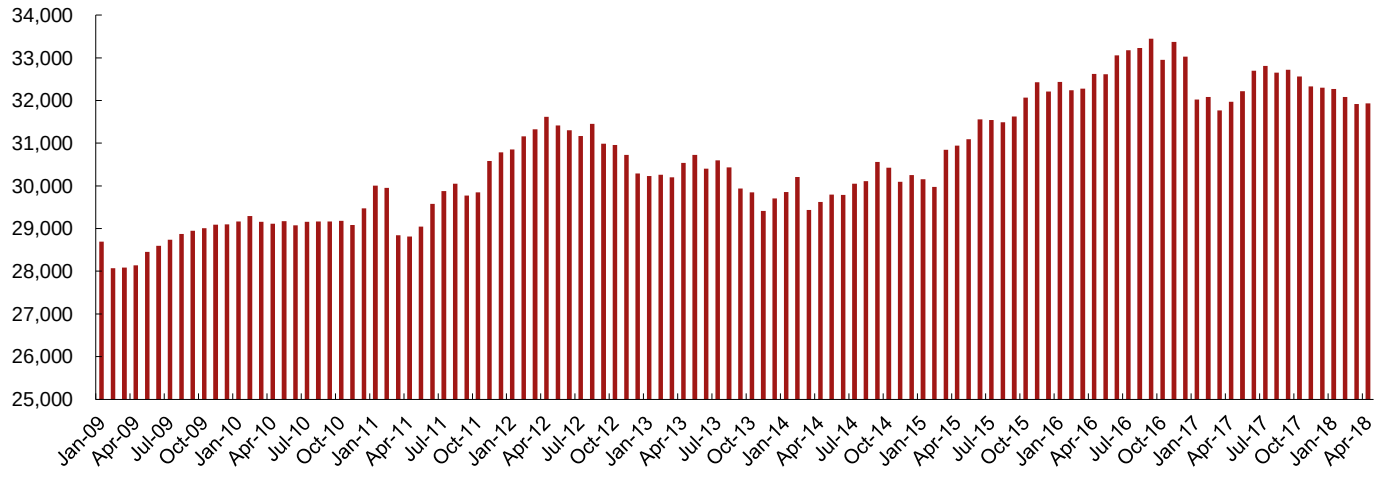
资料来源：IEA 5 月月报

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	3,709	90	3,799	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	30,970	-1,164	29,806	29,010	29,029	168%	167%	

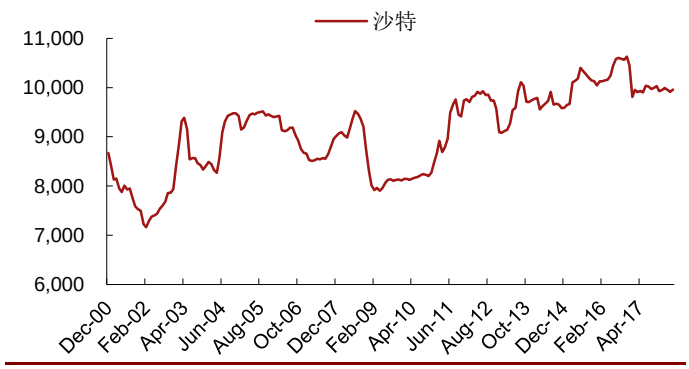
资料来源：OPEC 5 月月报，招商证券

图 7：欧佩克国家的原油产量（千桶/日）



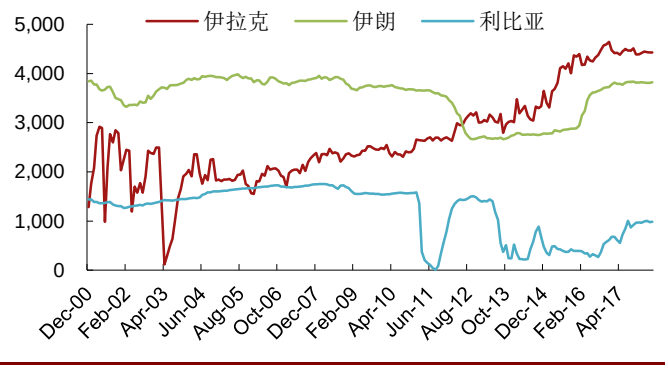
资料来源：Wind

图 8：沙特原油产量（千桶/日）



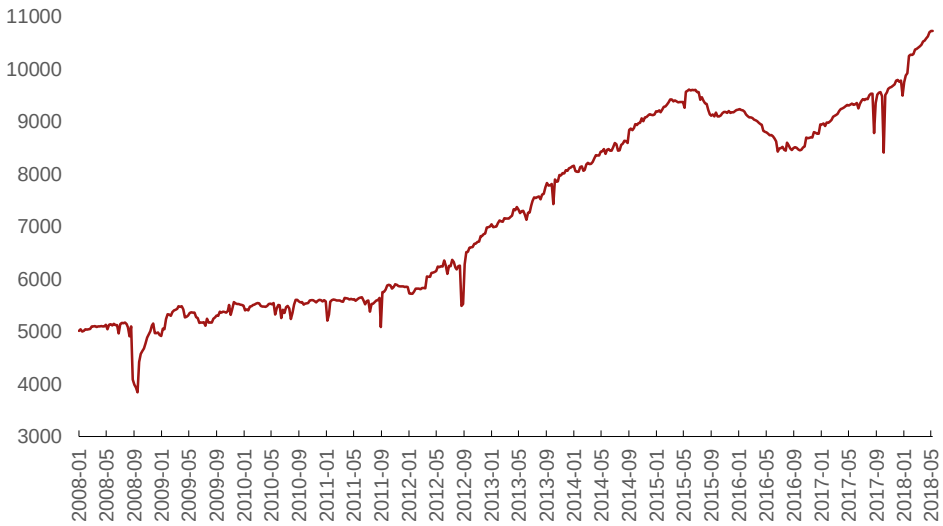
资料来源：Wind

图 9：伊拉克、伊朗、利比亚原油产量（千桶/日）



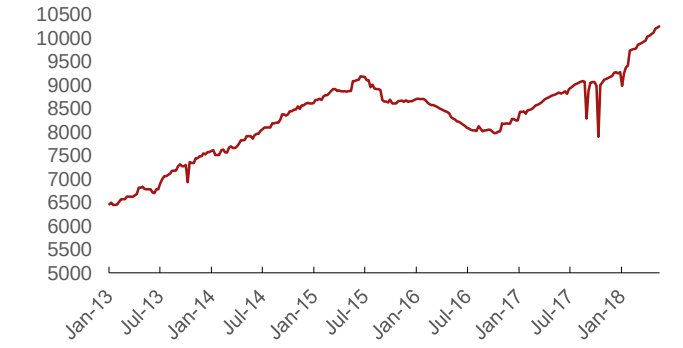
资料来源：Wind

图 10：2007 年至今美国原油产量（千桶/天）



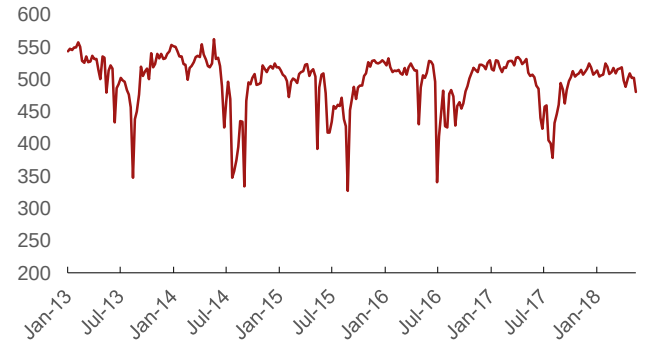
资料来源：EIA

图 11：美国本土 48 州原油产量（千桶/天）



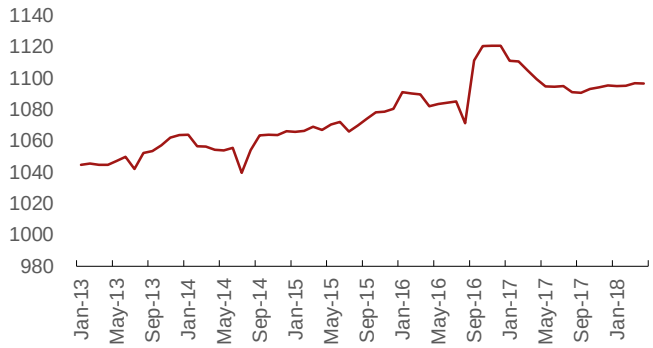
资料来源：EIA

图 12：美国阿拉斯加州原油产量（千桶/天）



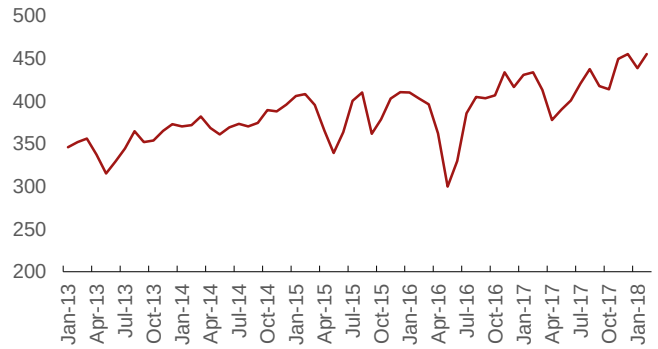
资料来源：EIA

图 13：俄罗斯原油产量（万桶/日）



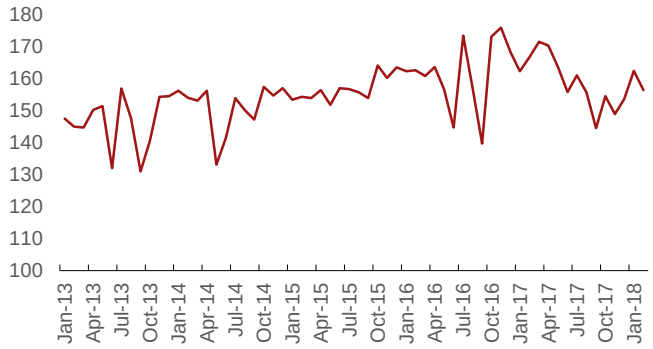
资料来源：俄能源部

图 14：加拿大原油产量（万桶/日）



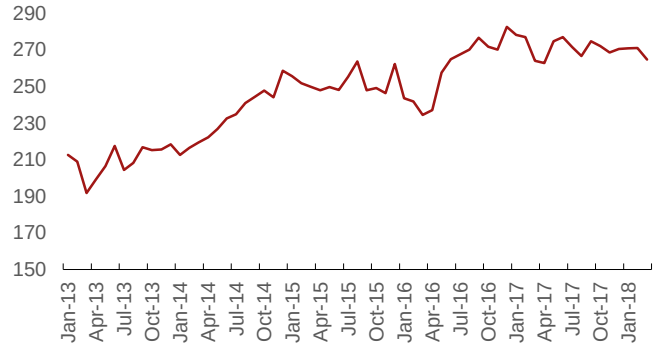
资料来源：加拿大统计部门

图 15：挪威原油产量（万桶/日）



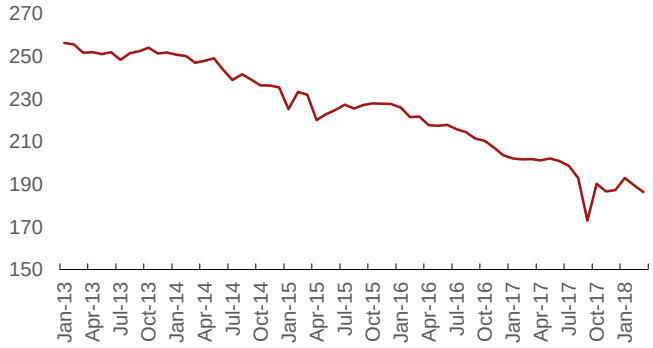
资料来源：挪威石油管理局

图 16：巴西原油产量（万桶/日）



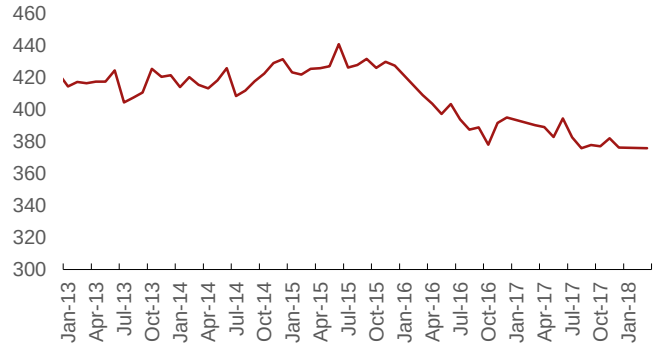
资料来源：巴西国家石油局

图 17：墨西哥原油产量（万桶/日）



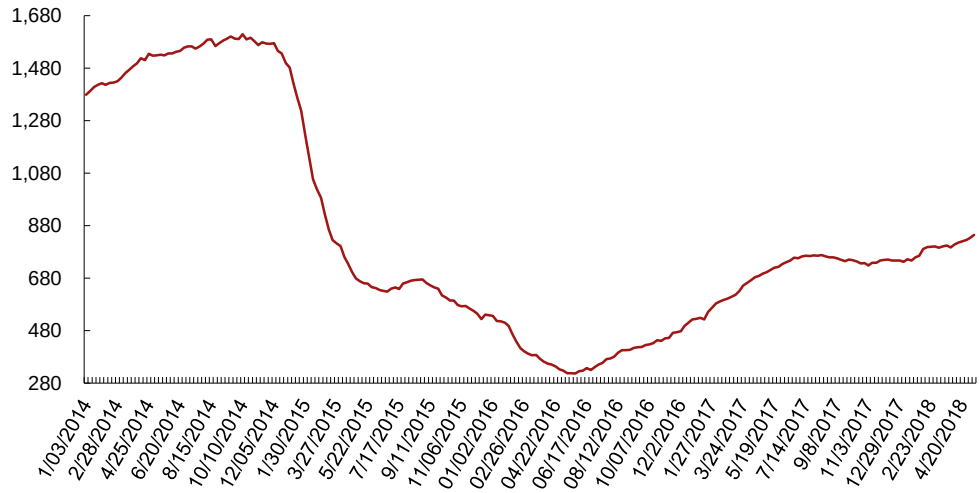
资料来源：PEMEX

图 18：中国原油产量（万桶/日）



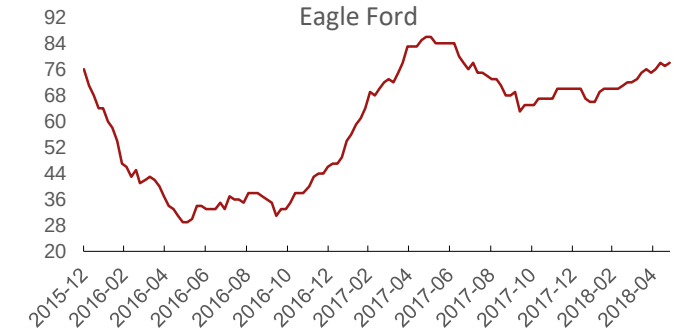
资料来源：Wind

图 19：美国原油钻机数量



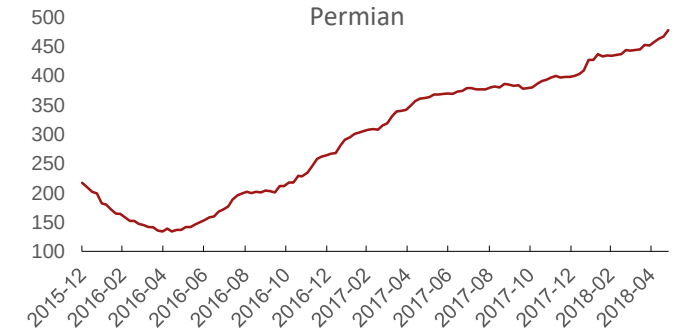
资料来源：贝克休斯

图 20：Eagle Ford 盆地钻机数（台）



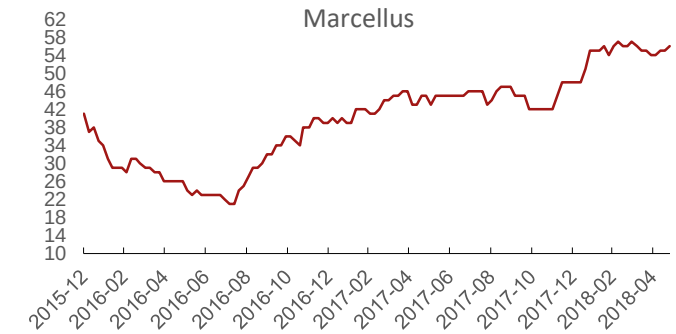
资料来源：贝克休斯

图 21：Permian 盆地钻机数（台）



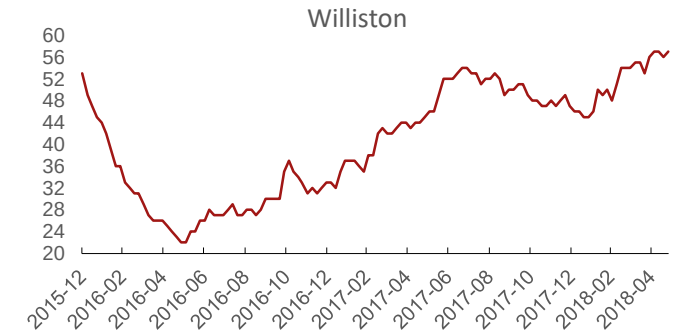
资料来源：贝克休斯

图 22：Marcellus 盆地钻机数（台）



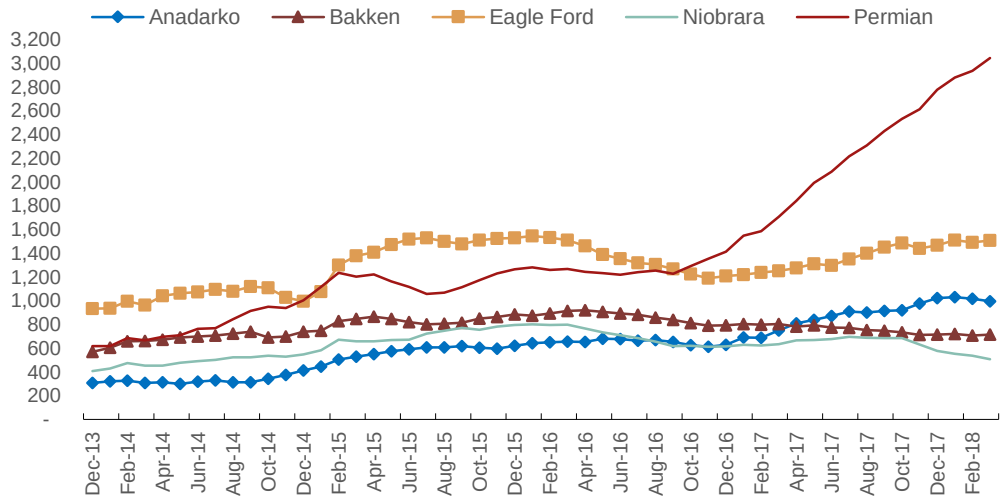
资料来源：贝克休斯

图 23：Williston（Bakken）盆地钻机数（台）



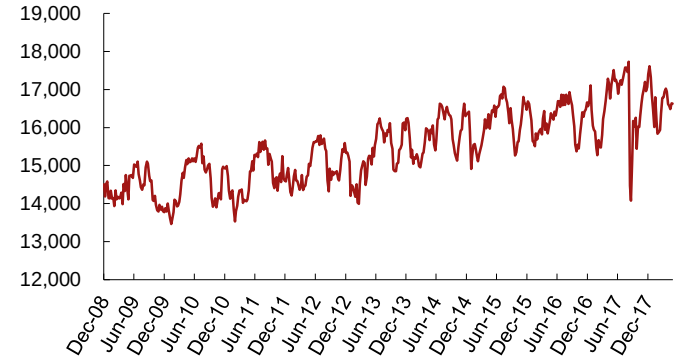
资料来源：EIA

图 24：美国主要页岩盆地 DUC 数量



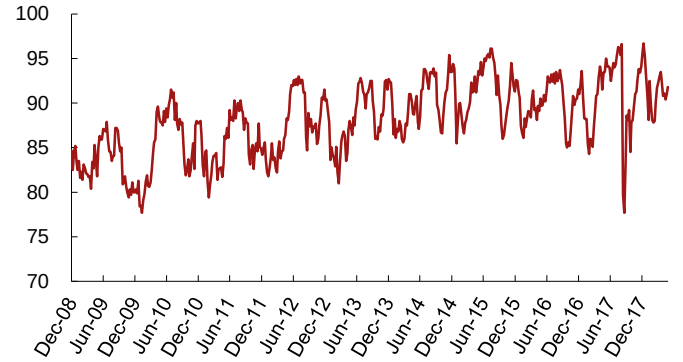
资料来源：EIA

图 25：美国原油消费量（千桶/天）



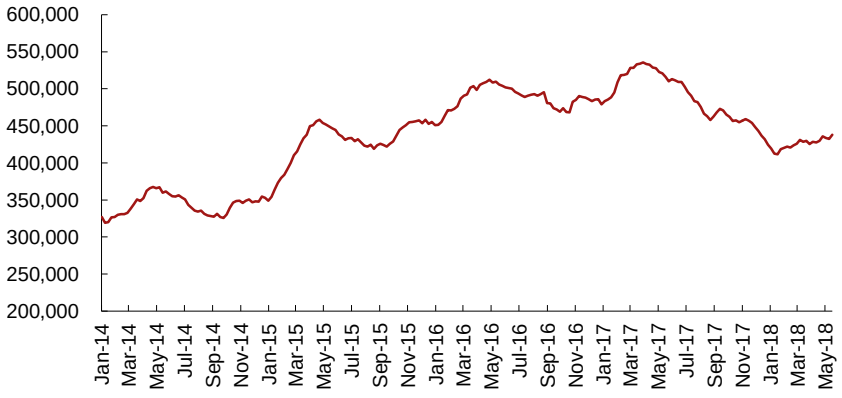
资料来源：EIA

图 26：美国炼厂开工率（%）



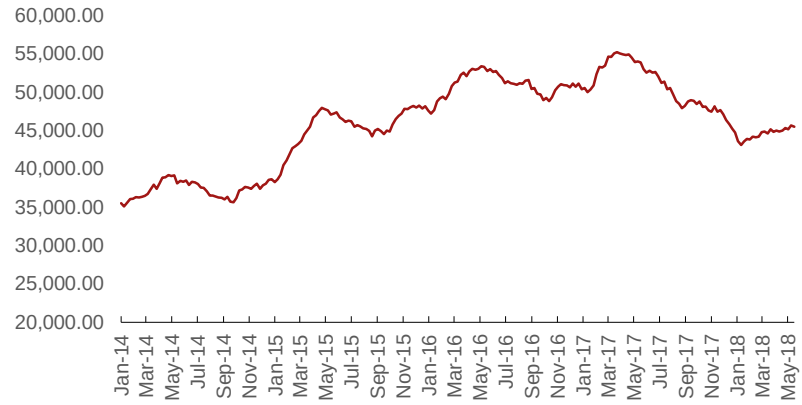
资料来源：EIA

图 27：美国商业原油库存（EIA，千桶）



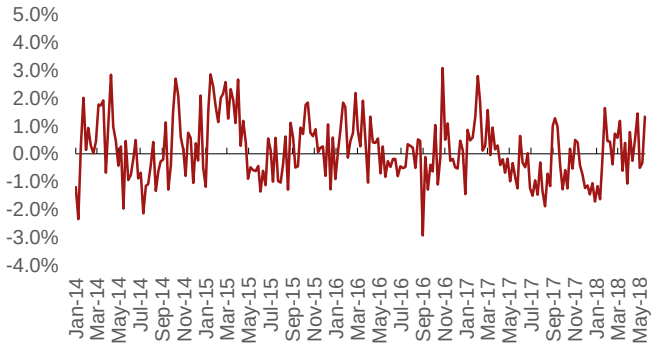
资料来源：EIA

图 28：美国商业原油库存（API，千桶）



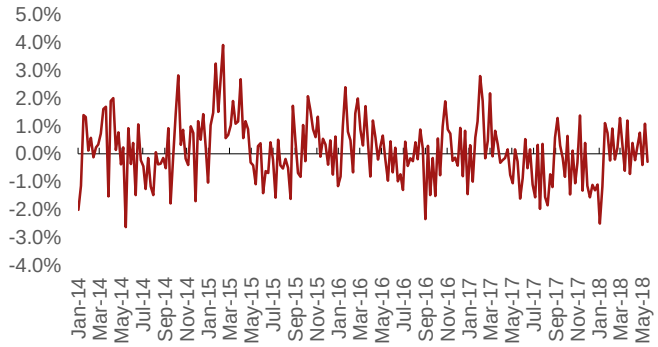
资料来源：API

图 29：美国商业原油库存周环比（EIA）



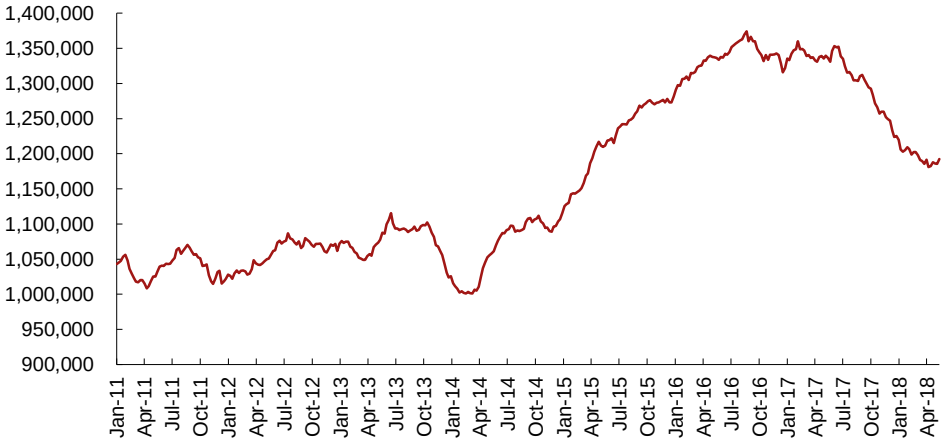
资料来源：EIA

图 30：美国商业原油库存周环比（API）



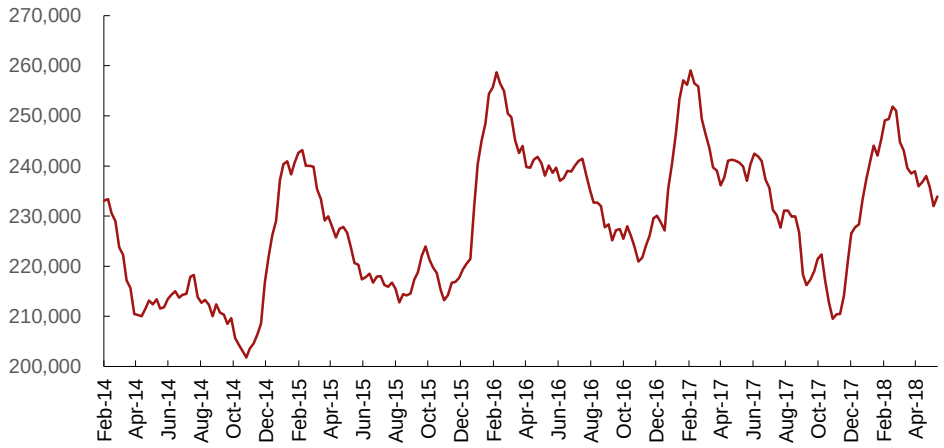
资料来源：API

图 31：美国原油和石油产品库存（不包括战略储备，千桶）



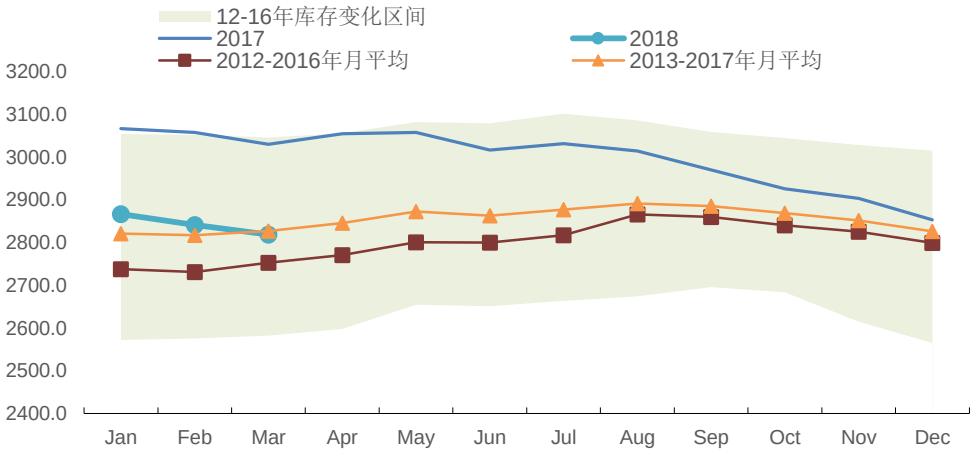
资料来源：EIA

图 32：美国汽油库存（千桶）



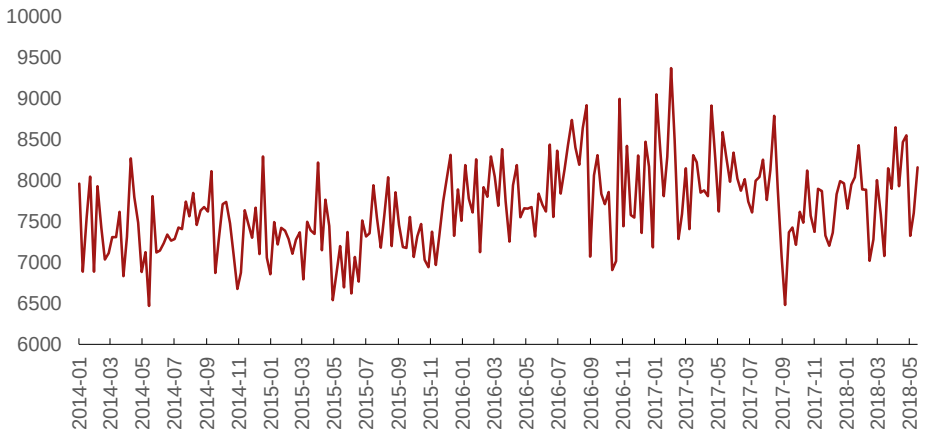
资料来源：EIA

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



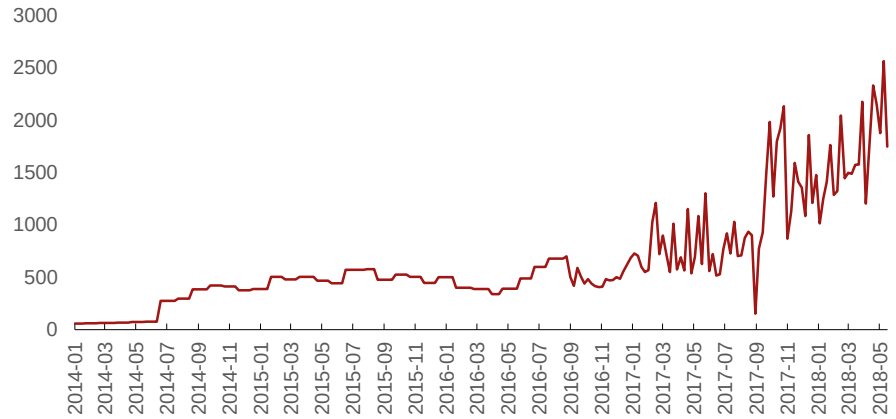
资料来源：IEA

图 34：美国原油进口量（千桶/天）



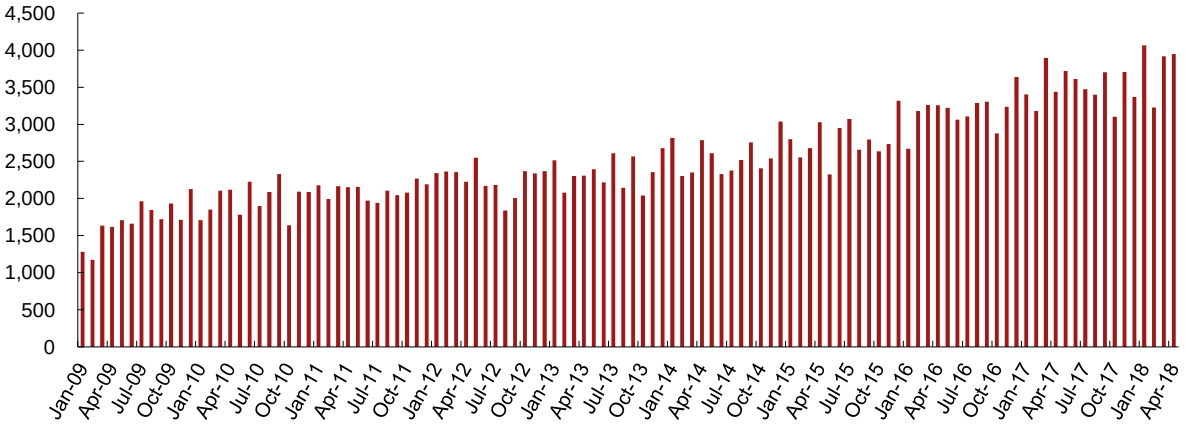
资料来源：Wind

图 35：美国原油出口量（千桶/天）



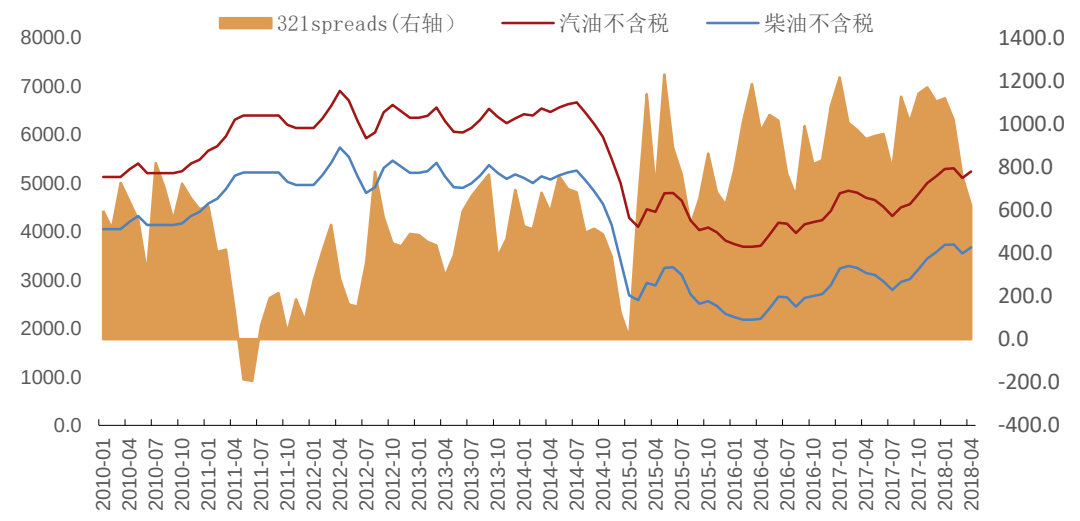
资料来源：Wind

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，任何机构和个人均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。