

推荐 (维持)

伊核各方与美国的博弈才刚刚开始

2018年07月08日

原油周观点20180708

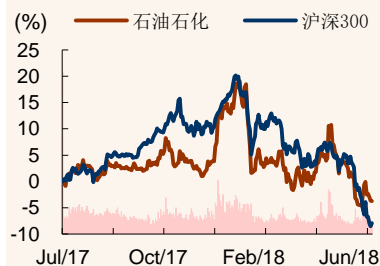
上证指数 2747

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	48	1.4
总市值 (亿元)	23017	4.8
流通市值 (亿元)	22166	5.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.1	-14.0	-3.2
相对表现	5.2	4.6	4.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《石化周观点 20180701—丙烯酸继续上涨, PTA09 期货大涨》2018-07-02
- 2、《原油周观点 20180701—伊朗? 油价? 特朗普看似 2 个都想要》2018-07-01
- 3、《石油化工行业 2018 年中期投资策略—中高油价拥抱石化中上游》2018-06-26

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

- **OPEC 开始增产, 油价高位整理。**本周主要产油国 6 月产量回升、沙特阿美可能不推进上市, Brent 油价从 80 略有回落。截至周末, 布油收 77.29 美元/桶跌 2.71%; WTI 收 73.92 美元/桶跌 0.31%; 上海原油收 495.7 元/桶涨 0.22%。
- **主要产油国开始快速放产来对冲供给缺口。**有消息称沙特 6 月报送 OPEC 的官方产量环比上涨 50 万桶/天, 达 1050 万桶/天左右; 俄罗斯能源部分公开的 6 月产量数据为 1106 万桶/天, 环比上涨约 10 万桶/天。对照 IEA 公布的 OPEC 各国剩余产能数据, 沙特的潜在增产空间仍有 150 万桶/天左右; 沙特已经计划 7 月将产量提升至创历史新高的 1080 万桶/日。
- **委内瑞拉的“援兵”已到? 我们认为为时尚早!**有消息称委内瑞拉近期将获得由国开行提供的 2.5 亿美元资金支持, 用于增加委内瑞拉国家石油公司的产量; 此外未来几周, 委内瑞拉和中国将签署 3-4 项投资计划。我们认为中国出手援助委内瑞拉颇具战略意义, 尽管暂时的 2.5 亿美元投资只能是杯水车薪; 从委内瑞拉国内经济形势看, 要根本扭转其产量下降局势, 为时尚早!
- **中美贸易战正式开打, 能源品尚未“放大招”。**本周美国对约 340 亿美元的中国输美商品开征惩罚性关税。中方此前 500 亿商品清单中包括原油、LNG、液化丙烷等能源化工品, 在对等回应关税时暂时未纳入第一批 340 亿美元清单; 表明能源化工品在中美贸易中的重要性, 暂未列入为后续博弈提供空间。
- **沙特阿美不上市? 我们认为很有可能!**多渠道消息显示, 沙特阿美原定于 18 年底至 19 年初 IPO 的进程存在取消的可能。阿美之前在上市地点方面犹豫不决, 核心问题在于沙特对于信息披露及监管要求非常在意。油价的系统性上涨使得沙特方面资产负债表已大为改观, 阿美上市已经不是唯一的必选手段。
- **伊核外长会各方维护伊核协议, 伊朗放言封锁海峡, 看后续与美国的博弈** 欧盟中俄和伊朗外长会发表联合声明, 其核心内容是继续遵守全面执行伊核协议、反对有违国际法的单边制裁、有效维护好国际核不扩散体系。各方致力于实现的目标包括: 保持与伊朗的经贸联系、交通联系, 鼓励进一步在伊朗投资, 保护对伊朗的融资渠道并促进对伊出口信贷, 使伊朗能够继续出口石油和石化产品, 保护各国公司免受美具有治外法权性质的单边制裁; **但没法明确保证伊朗石油出口不减少。我们认为后续各方主要看与美国的博弈, 最大的筹码是都不希望供给失控而油价暴涨, 伊朗出口明显削减几成定局。**伊朗革命卫队指挥官周三称, 如果石油出口遭美国封禁, 伊朗将封锁霍尔木兹海峡; 美国军方则表态将全力维护霍尔木兹海峡。全球大约 1/3 海运石油, 沙特、伊朗、伊拉克、阿联酋和卡塔尔等主要中东产油国大都使用霍尔木兹海峡运输原油; 据美国 EIA 统计, 每天大约有 1550 万桶原油从该海峡经过。若美国真把伊朗逼得“狗急跳墙”, 那么国际原油供应将会严重动荡。
- **原油供给增量唯有 OPEC (主要沙特) 俄罗斯, 供需紧张甚至失控可能加大** 委内瑞拉: 国内局势不稳定和美国制裁, 原油产量和出口量将持续下降, 至年底预计还将下滑约 40 万桶/天。伊朗: 若制裁执行现在看减少 100 万桶级别以上的可能性已经很大; 美国: 受制于页岩主产区的管道运输瓶颈, 产量再次高歌猛进估计要到 19 年 Q3。利比亚、安哥拉、尼日利亚也将产能下滑。
- **油价已系统性进入中高油价, 未来 1 年油价核心是美国对伊朗制裁的演变烈度和 OPEC 减产退出动态调整增产, 全球重新面临油价大涨风险。**关注四条主线: 一是低估值、高股息率的一体化油气公司; 二是价格传导弹性兼具成长的民营大炼化标的; 三是油气上游业绩释放; 四是 PDH 类气头原料套利。
- **风险提示: 地缘政治风险导致供给形势失控。**

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

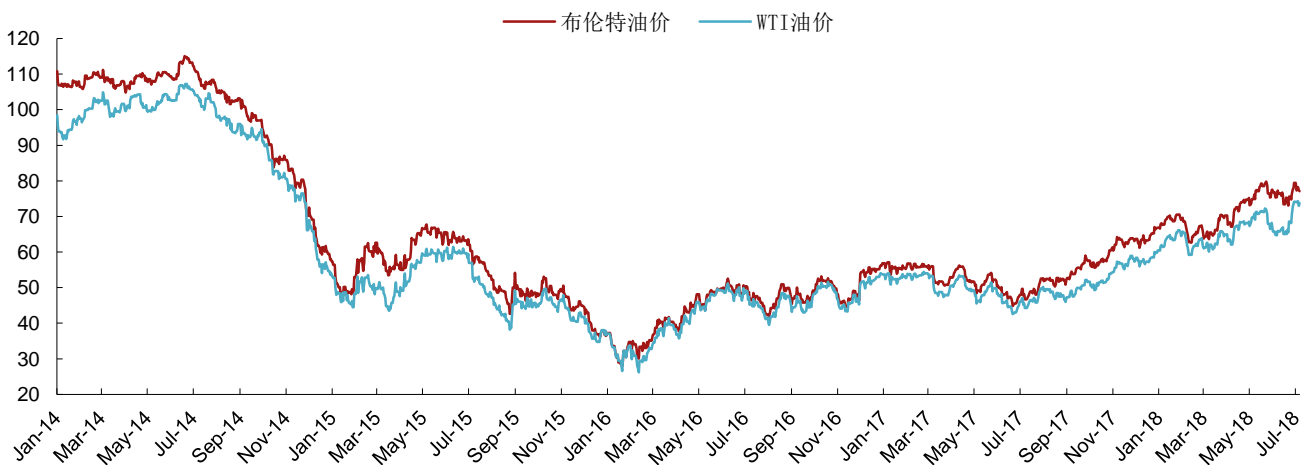
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶)	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨)	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)	14
表 1: 本周国际原油市场大事件.....	4
表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)	6
表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (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
7月4日	7月4日, 委内瑞拉财政部长 Simon Zerpa 宣布, 获得中国国家开发银行超过 2.5 亿美元的直接投资资金的委内瑞拉, 用于增加委内瑞拉国家石油公司 (PDVSA) 的石油产量。此前曾有预计称, 委内瑞拉的经济危机将导致全球原油产量每天减少 200 万桶。
7月5日	伊朗驻 OPEC 代表 Hossein Kazempour Ardebili 对特朗普喊话:“你的推特至少使油价上涨 10 美元/桶, 请你别再发推行了, 越发油价越涨”。 事实上, 特朗普从 4 月起屡屡批评 OPEC 人为抬高油价, 并在 4 月-7 月基本每个月至少发一条推特要求 OPEC 增产来压低油价, 但油价仍一路飙涨。周二, WTI 油价自 2014 年 11 月以来首次升穿每桶 75 美元, 布油也刷新盘中高位至每桶 78.30 美元。
7月6日	在特朗普总统多次呼吁欧佩克下调油价之后, 周四沙特屈服了, 下调了其 8 月亚洲和欧洲大部分等级原油价格, 并下调在美所有等级原油价格。 另据彭博社报道, 据知情人士称, 沙特向 OPEC 汇报的该国 6 月油产为 1050 万桶/日, 较五月产量增加了 50 万桶/日。 周三, 美国零售汽油价格涨至四年来新高, 全美一些地区的汽油价格超过 3 美元/加仑。特朗普再发推文向欧佩克施压。 特朗普称, 处于垄断地位的 OPEC 必须记住, 汽油价格在上涨, 他们并没有行动起来帮忙。OPEC 除了推高油价别无所长, “现在该下调价格了!”
7月6日	伊朗驻 OPEC 代表 Hossein Kazempour Ardebili 周四在接受路透社采访时警告称, 如果特朗普执意遏制伊朗及石油出口, 全球供应将受到干扰, 届时油价有可能涨到每桶 100 美元。 Hossein Kazempour Ardebili 还称, 特朗普就是在“胁迫”沙特和俄罗斯的石油政策。若想让油价下跌, 不能指望沙特和俄罗斯。 特朗普在上个月要求沙特增加产量以抑制油价, 弥补部分产油国 (主要是伊朗) 供应减少造成的市场缺口。沙特迅速表示同意, 并与俄罗斯联手提议正在减产的盟国们增加产量。

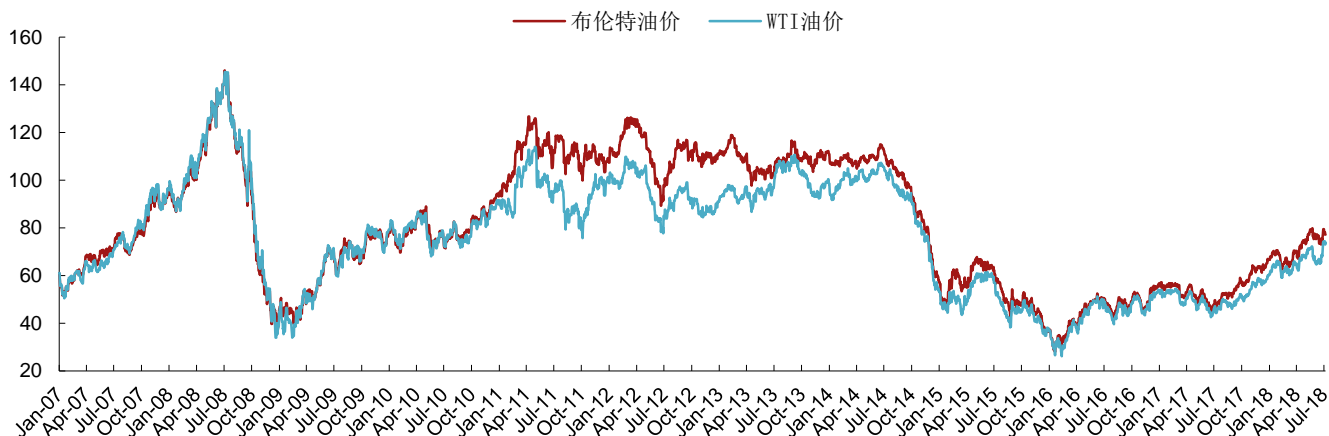
资料来源: 华尔街见闻, 卓创资讯

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



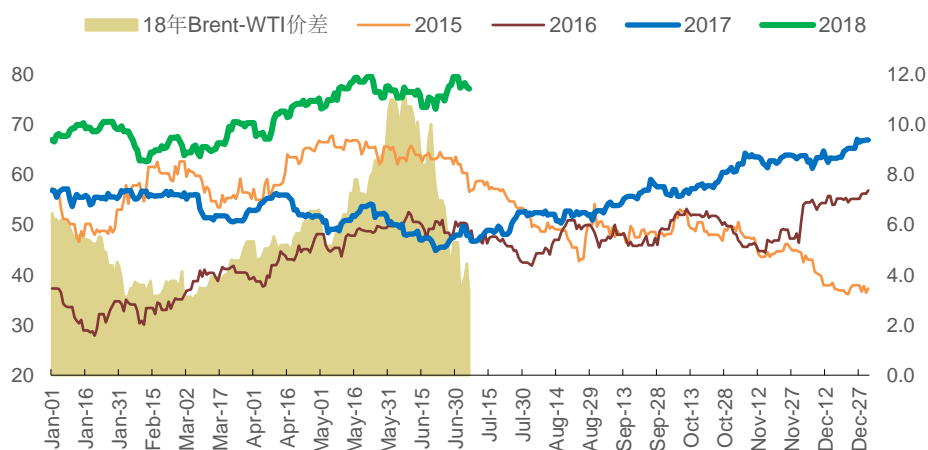
资料来源: Wind

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



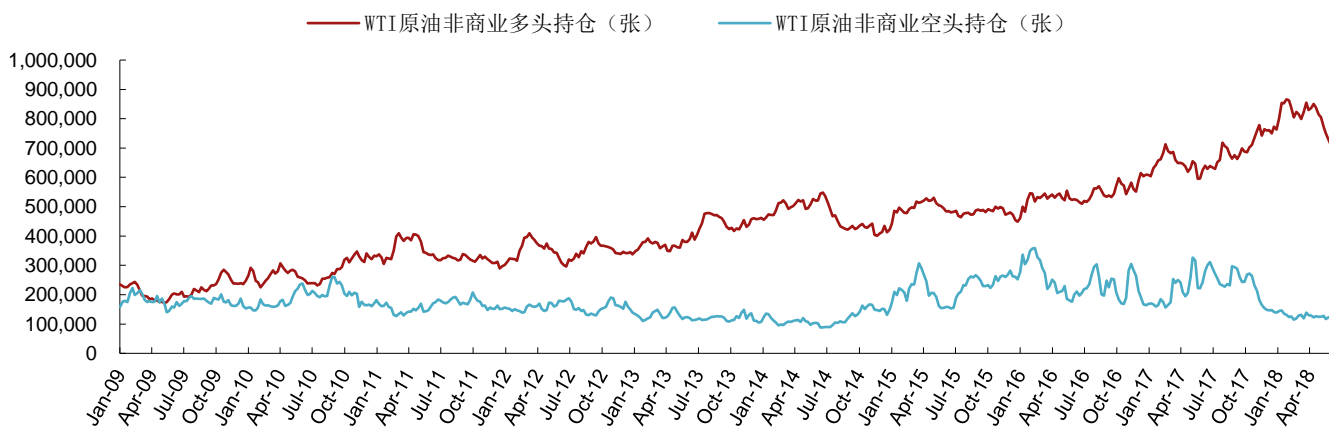
资料来源: Wind

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



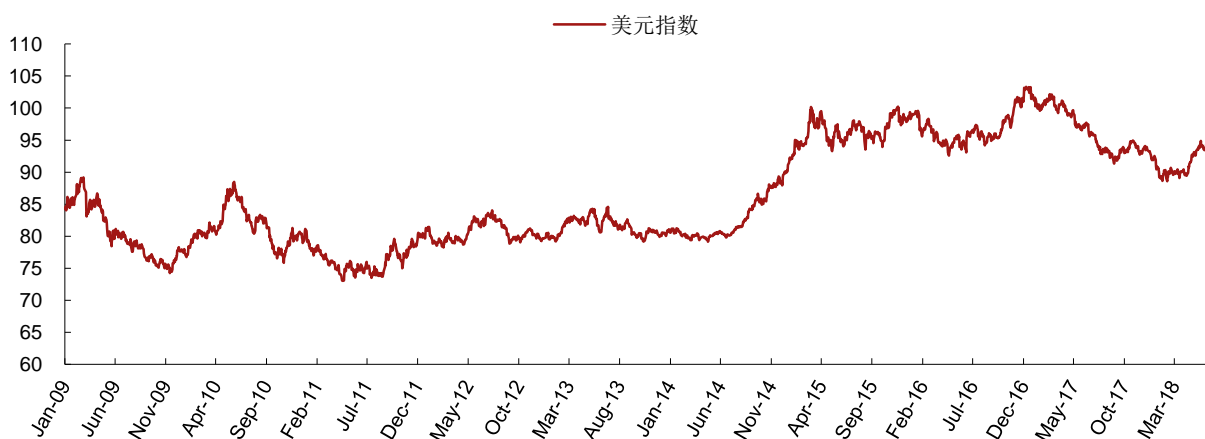
资料来源: Wind

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%	

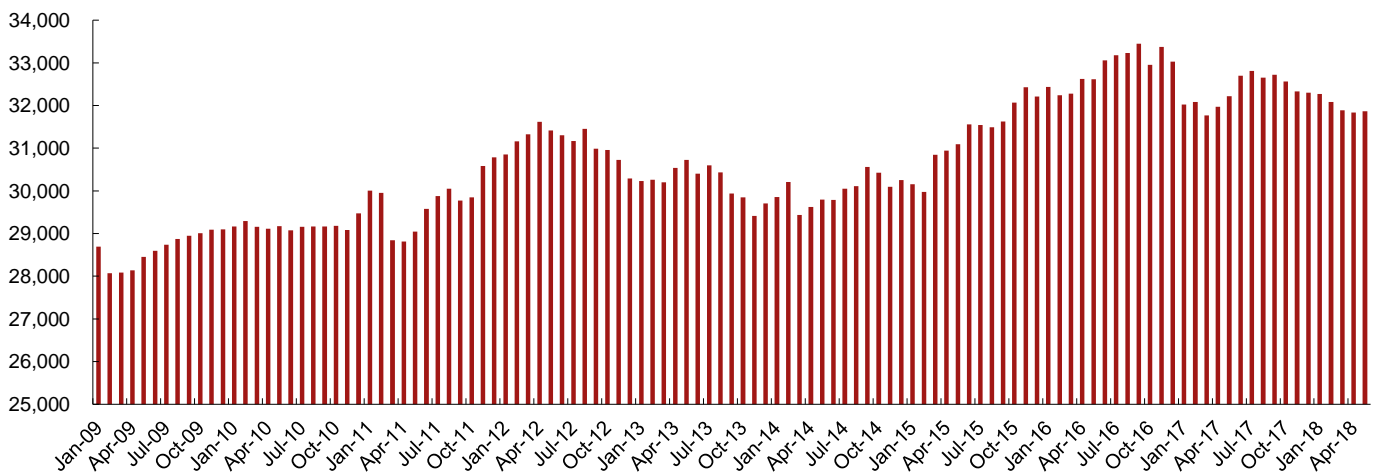
资料来源: IEA 5 月月报

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	4月产量	5月产量	4月减产完成率	5月减产完成率	备注
Algeria	1,089	-50	1,039	992	1,031	194%	116%	
Angola	1,751	-78	1,673	1,511	1,525	308%	290%	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	518	519	115%	112%	
Gabon	202	-9	193	187	189	167%	144%	
IR Iran	3,709	90	3,799	3,823	3,829	127%	133%	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	4,427	4,455	64%	50%	
Kuwait	2,838	-131	2,707	2,707	2,701	100%	105%	
Libya				979	955	-	-	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				1,764	1,711	-	-	同上
Qatar	648	-30	618	594	585	180%	210%	
Saudi Arabia	10,544	-486	10,058	9,901	9,987	132%	115%	
UAE	3,013	-139	2,874	2,871	2,865	102%	106%	
Venezuela	2,067	-95	1,972	1,434	1,392	666%	711%	
合计	30,970	-1,164	29,806	28,965	29,078	172%	163%	

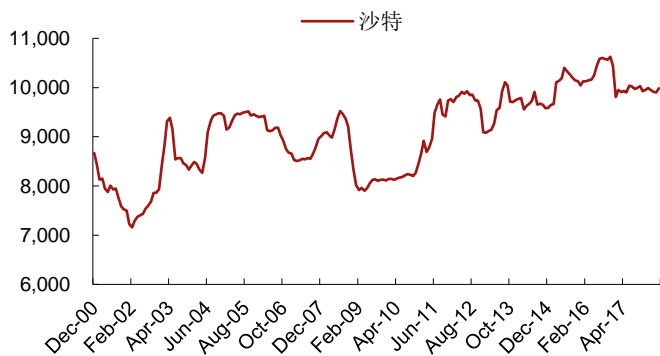
资料来源: OPEC6月月报, 招商证券

图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



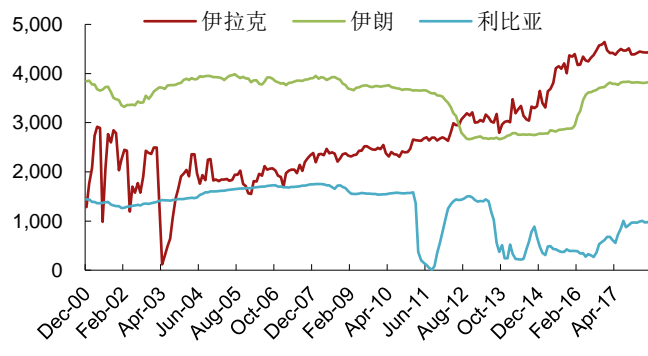
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



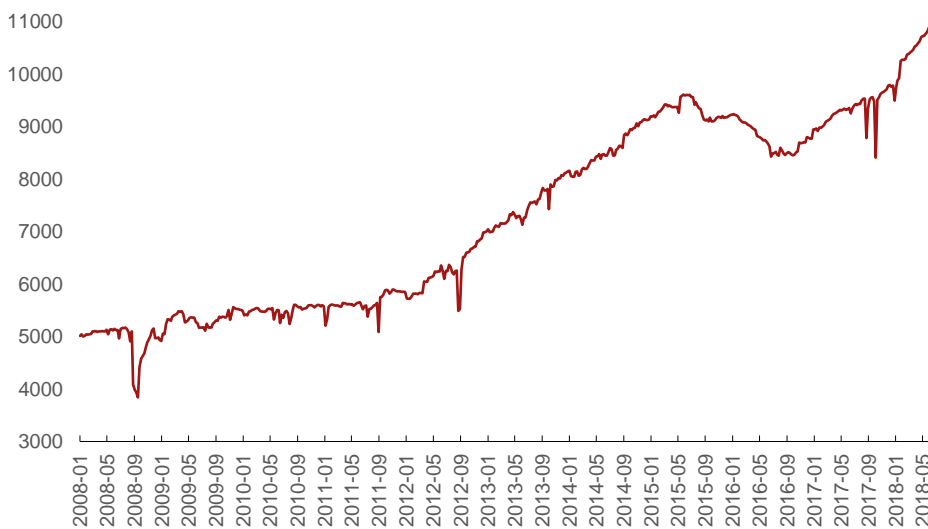
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



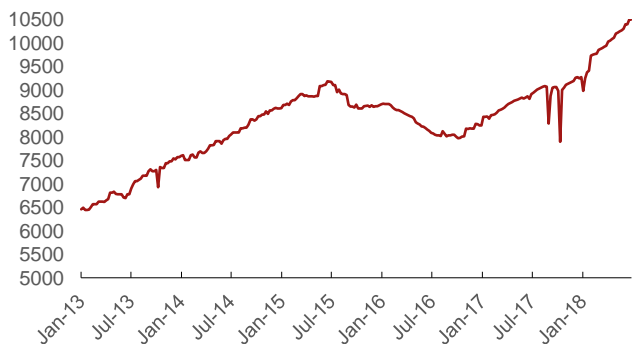
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



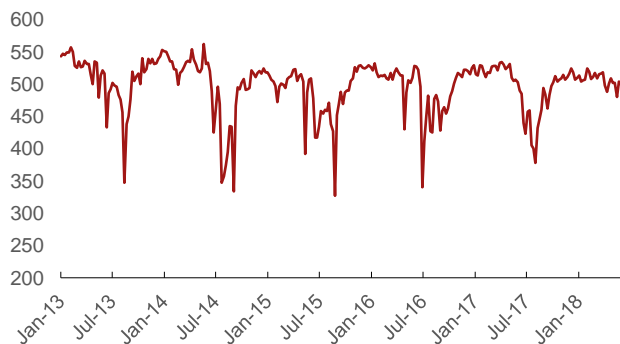
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



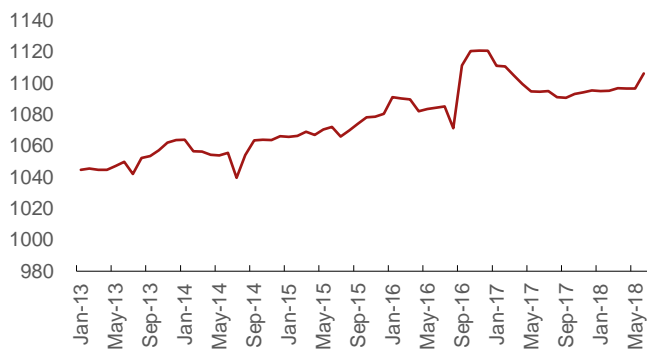
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



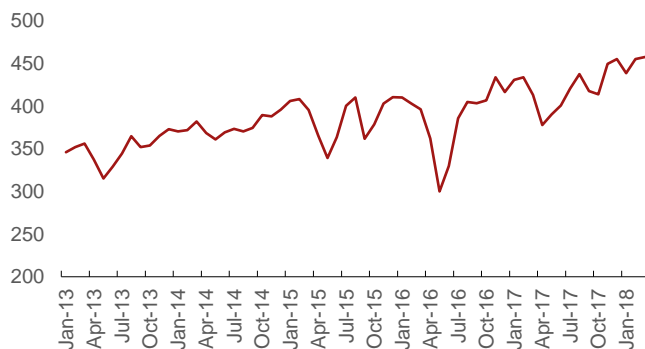
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



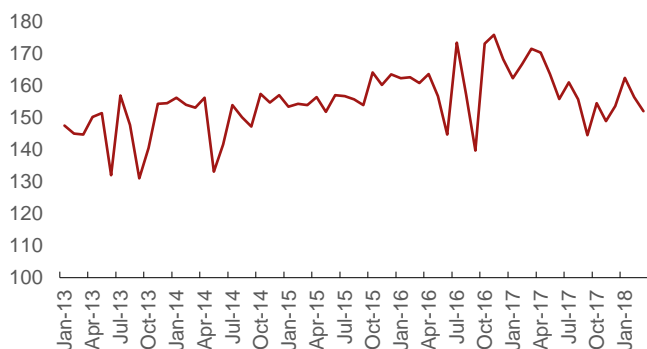
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



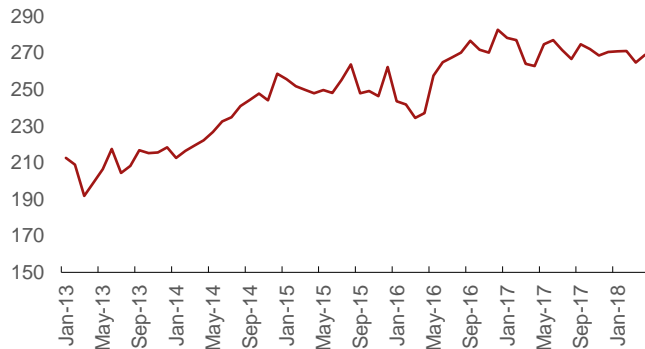
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



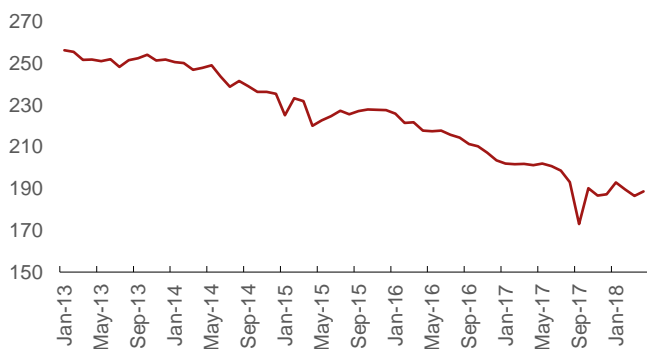
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



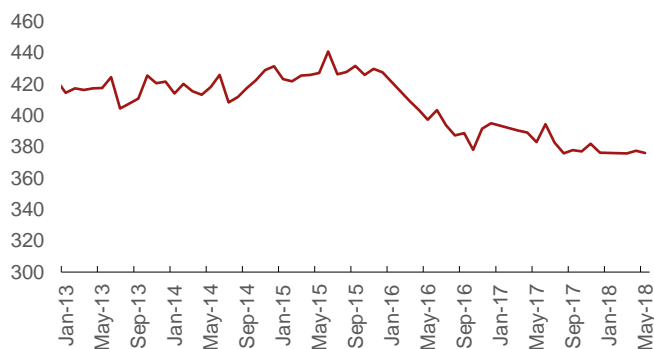
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



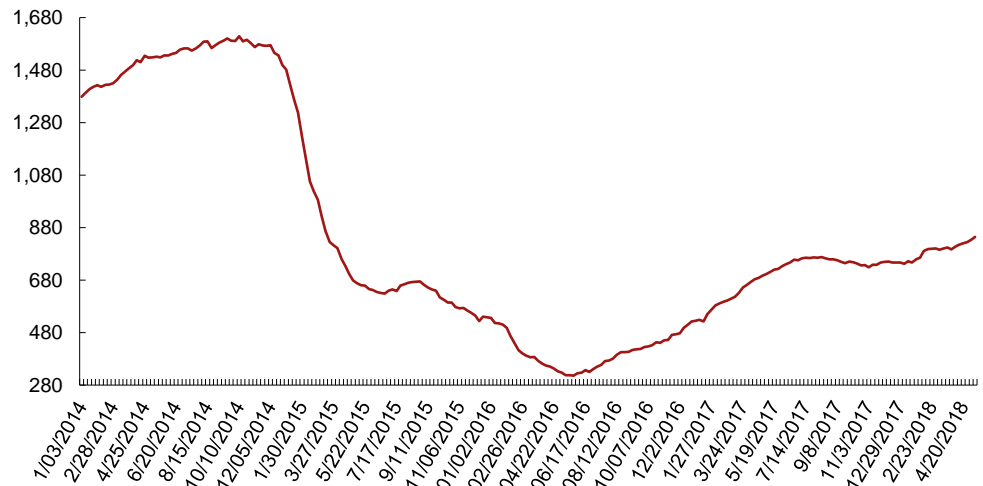
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



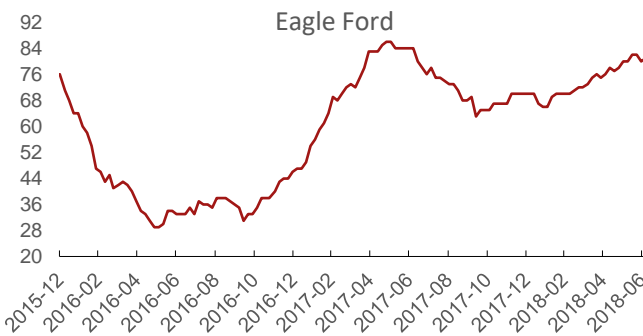
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



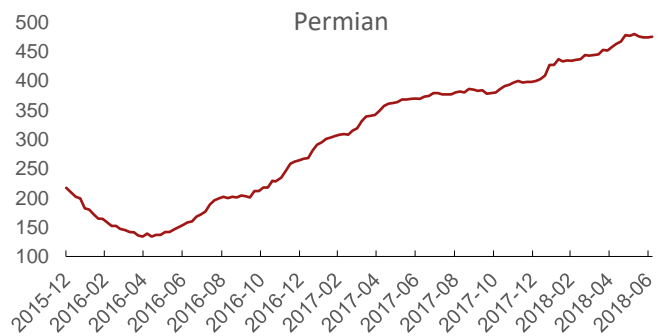
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



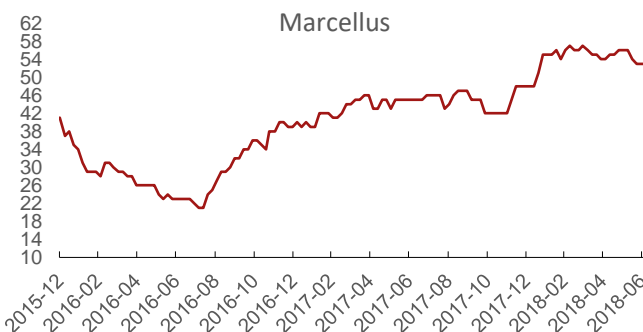
资料来源: 贝克休斯

图 21: Permian 盆地钻机数 (台)



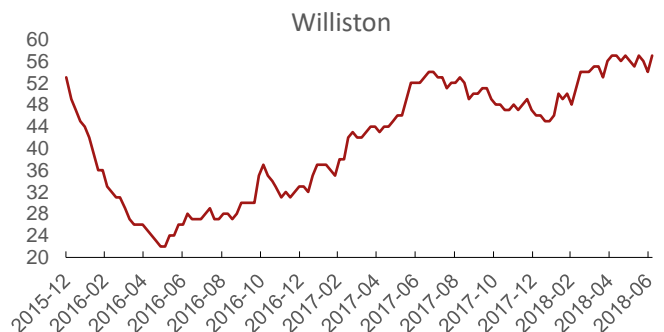
资料来源: 贝克休斯

图 22: Marcellus 盆地钻机数 (台)



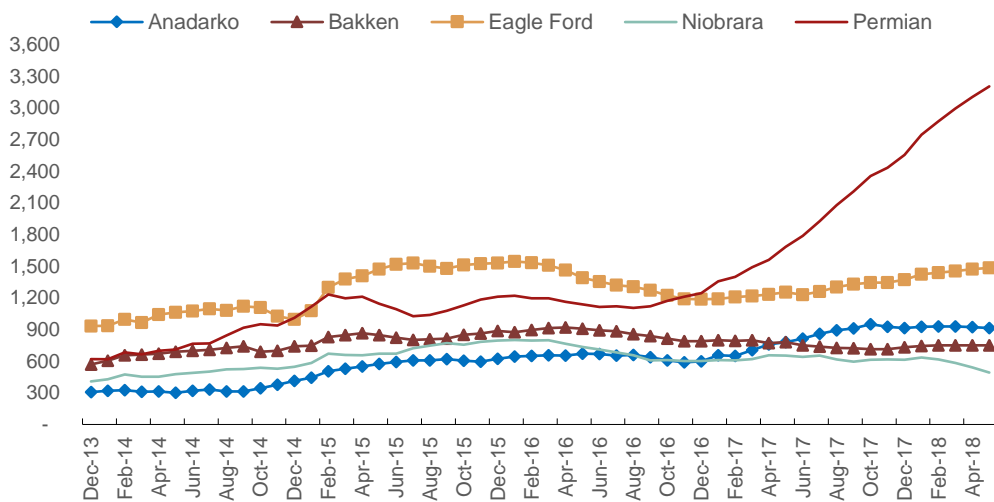
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



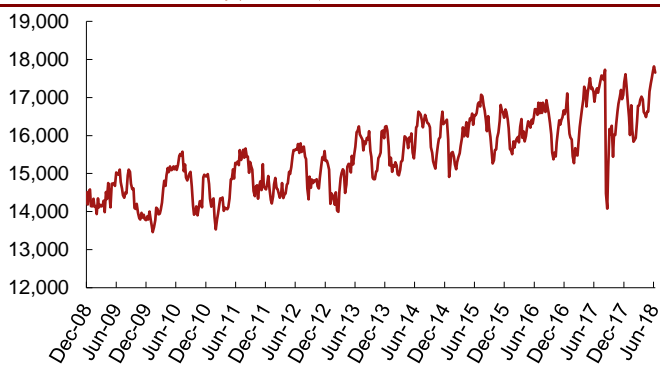
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



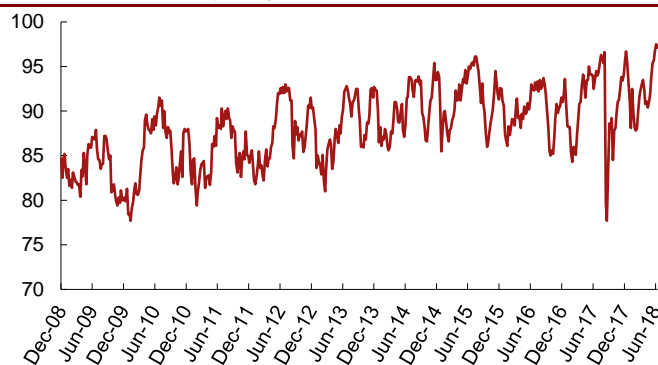
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



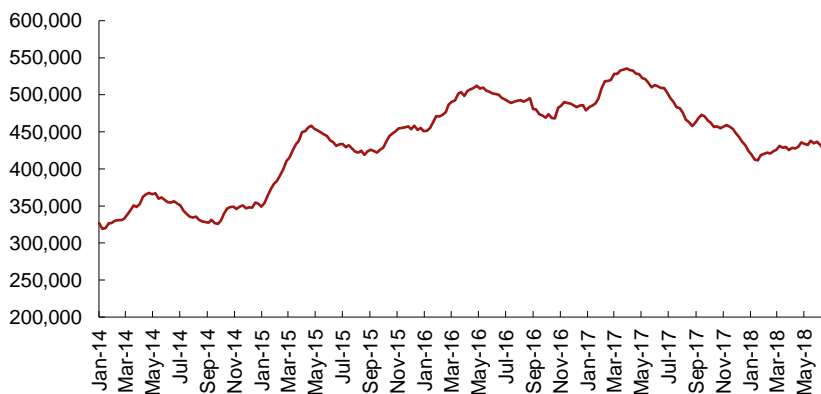
资料来源: EIA

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)



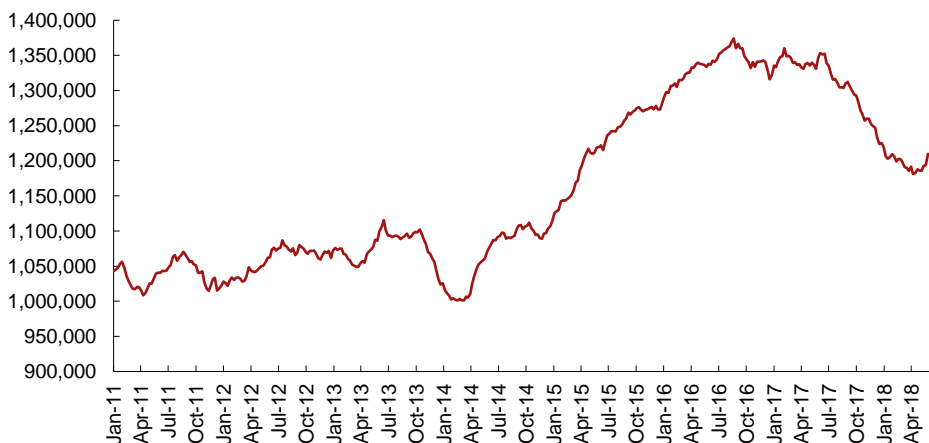
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



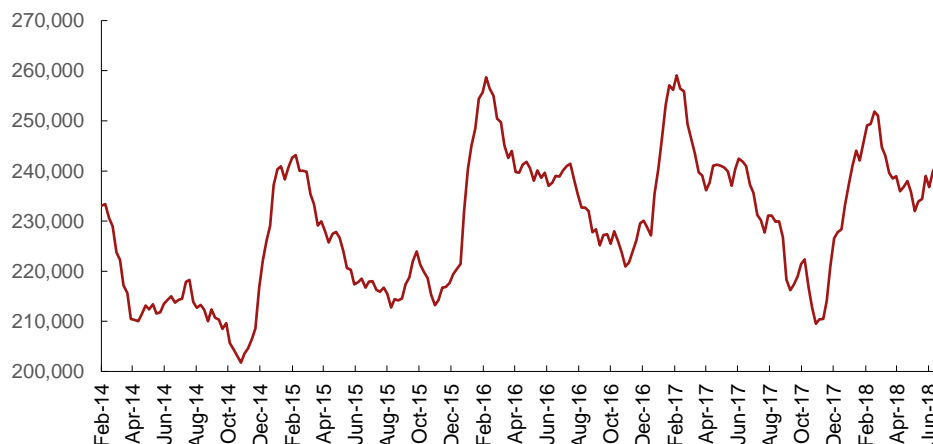
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



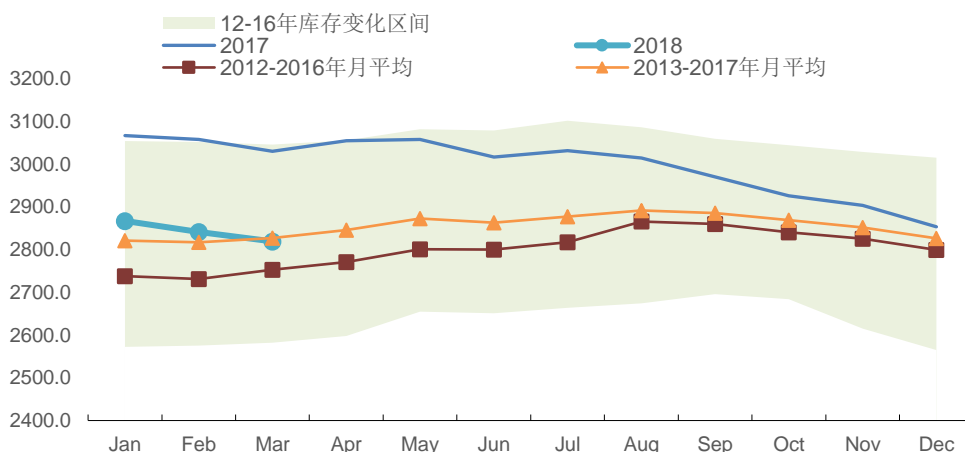
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



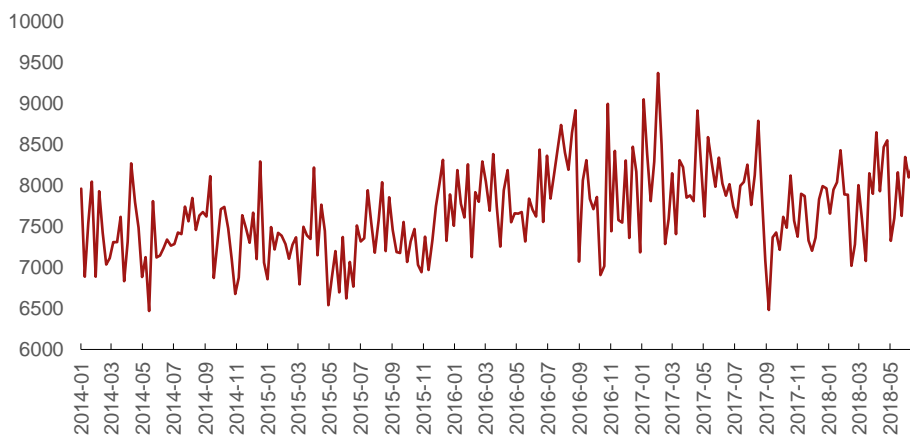
资料来源: EIA

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



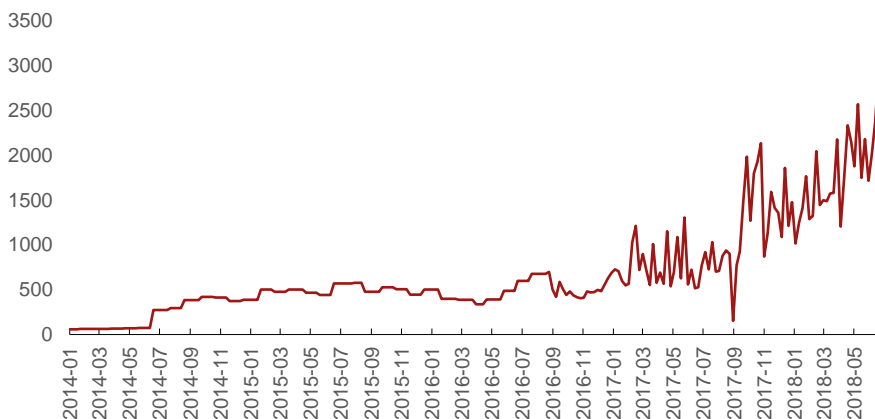
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



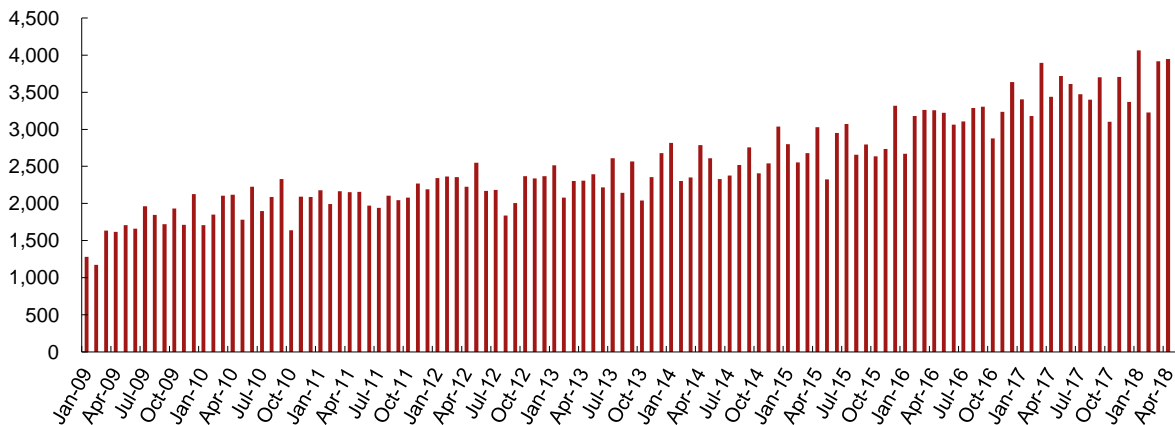
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



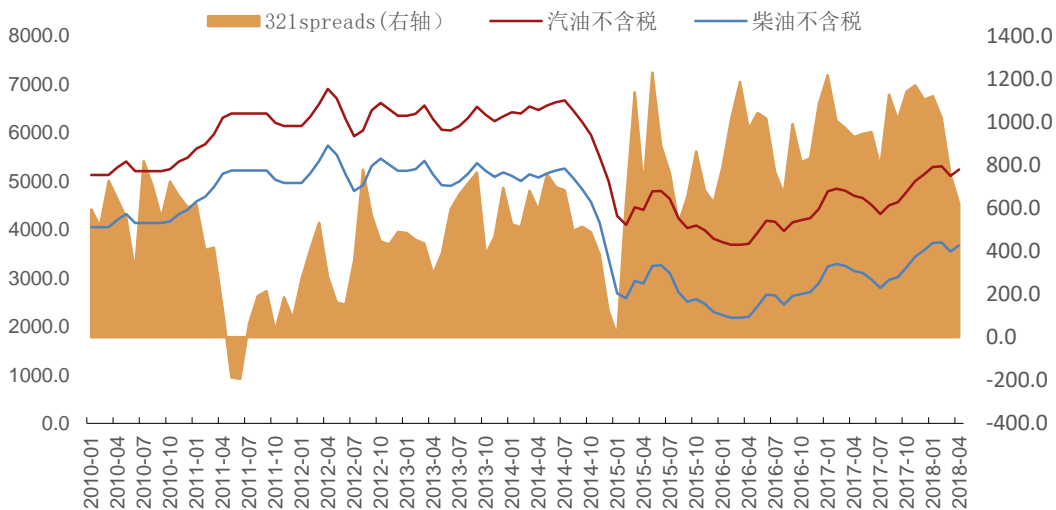
资料来源: Wind

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。