

推荐 (维持)

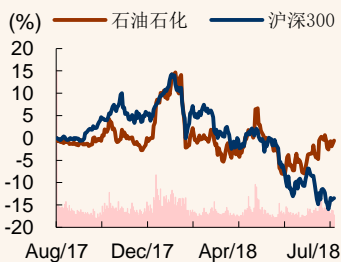
沙特阿美中止IPO符合我们预期

2018年08月25日

原油周观点20180825

上证指数	2729
行业规模	占比%
股票家数 (只)	48 1.4
总市值 (亿元)	24720 5.2
流通市值 (亿元)	23878 6.3

行业指数	%	1m	6m	12m
绝对表现	5.1	-0.9	1.9	
相对表现	12.2	17.5	12.9	



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《石化周观点 20180819—PTA 盈利破千元，涤丝库存创新低》2018-08-20
- 2、《原油周观点 20180819—增不动的 OPEC 增产?》2018-08-19
- 3、《石化行业 2018 年中报前瞻—油价回升，石化盈利回升，涤丝景气超预期》2018-08-14

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

王亮

wangliang4@cmschina.com.cn
S1090517080005

- 供给收紧预期再起，油价明显反弹。本周油价强势反弹主要受道达尔正式退出伊朗南帕斯项目以及美国原油库存超预期下降之影响。有普氏消息称 8 月上半月伊朗原油出口环比大幅减少 60 万桶/天以上，此消息为单方面发布，有待核实，但市场对供给再次偏紧预期再起。截至周末，布油收 75.43 美元/桶涨 5.01%;WTI 收 68.52 美元/桶涨 3.96%;上海原油收 511.8 元/桶涨 2.73%。
- 沙特阿美中止 IPO 符合我们预期。据路透社周三消息称，沙特阿拉伯已经叫停了沙特阿美国内以及国外 IPO 计划并解散顾问公司。虽然沙特油长兼阿美董事长法利赫称 IPO 只是暂时搁置并未完全取消，但我们认为实际上已经是默认 IPO 进程中止。此前阿美在上市地点方面持续犹豫不决，我们认为核心问题在于沙特方面对于信息披露及监管要求非常在意。加之国际油价环境已经出现明显变化，油价再次深度回落的可能性很小，沙特方面的经常性收支情况已经大为改观。虽然阿美上市是沙特方面改善其收支状况的重要手段，但非唯一手段。据悉，目前沙特阿美正聚焦于对外募集资金，从沙特主权财富基金 (PIF) 手中买下 SABIC 的 70% 股权的计划，该计划预计将使沙特主权财富基金获得 500-700 亿美元资金。近期 PIF 也提出一项 110 亿美元的银行贷款计划，表明沙特方面在融资手段和融资渠道方面已经多样化。
- 道达尔正式退出伊朗南帕斯项目。周一伊朗石油部长 Bijan Namdar Zanganeh 确认了法国油气公司道达尔正式撤出了其在南帕斯的天然气田项目。此前，这一 50 亿美金体量的项目是 2016 年伊朗解除制裁以后引进的最大一笔国外能源投资，该项目由道达尔、中石油和伊朗国家石油公司三方面合作实施，道达尔退出后该项目的前景面临很大不确定性。美国重启对伊制裁的 180 天缓冲期已经过半，制裁对于伊朗能源投资方面的效应正在逐步显现。
- 年内美国对伊制裁力度主导油价，中期选举诉求非常关键。8 月 6 日美国对伊制裁的首个 90 天宽限期到期，首轮制裁涉及对伊朗政府进行的美元交易，黄金和其他贵金属、铝、钢铁的交易，以及对飞机零部件的进口交易等。对于石油等能源产品的禁运则要等到 11 月 4 日见分晓。此前美国方面考虑给予部分国家以豁免的态度，表明中期选举是特朗普政府短期内的核心诉求，油价和选票二者难以兼得。短期看，伊朗出口数据下降不明显。由于美国对伊石油禁运仍有 3 个月缓冲期，不少国家依然持观望态度，认为可能与美国就此问题达成一定程度的豁免。上周，美国国务卿蓬佩奥任命 Brain Hook 为伊朗特别代表，并成立伊朗行动组监督特朗普政府对伊朗的政策执行力度，我们认为此举意味着美国在对伊制裁的力度上将加码。
- 年内伊朗减少 120-150 万桶/天出口之可能性大。我们假设以 2017 年伊朗出口石油目的国占比分析，日本韩国合计占比 20%，年内完全停止可能性大；中国占比约 25%，小幅下降 (5%) 可能性大；印度占比 18%，但其要求伊朗采用到岸价结算，存在较强的下降预期 (10%)；土耳其进口量预计稳定；欧洲及其他国家明显下降的可能性大 (15%-20%)。在美国“放松”制裁背景下，我们估计年内减少 120-150 万桶/天出口的可能性很大。
- 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

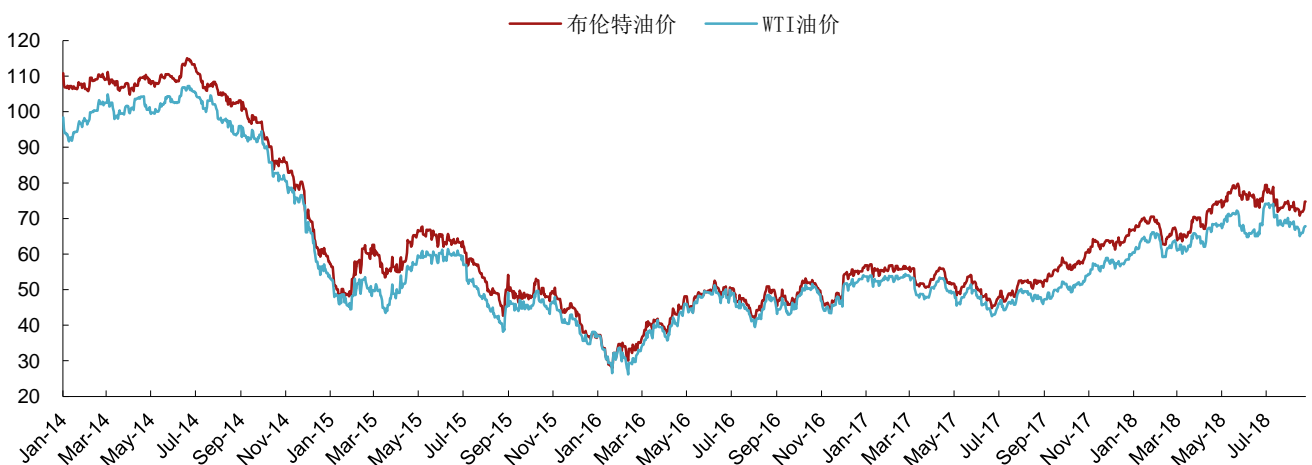
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶)	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨)	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)	14
表 1: 本周国际原油市场大事件.....	4
表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)	6
表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (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
8月21日	美国对伊朗的制裁又添新的受害者，本周一，伊朗石油部长 Bijan Namdar Zanganeh 确认了法国油气公司道尔达正式撤出了其在南帕尔斯的天然气田项目。南帕尔斯天然气田是世界上最大的天然气田。相关的声明最终确认了交易的结束。相关交易主要受到美国总统特朗普的影响，后者在上台后，撕毁之前的伊朗和协议，对伊朗重新实施制裁。
8月21日	美国能源信息署（EIA）周一表示，以日均口径计算，4月份，位于墨西哥湾沿岸的休斯敦-加尔维斯顿地区（Houston-Galveston）对外出口的原油数量比进口量多了1.5万桶，次月净出口更是进一步飙升至47万桶。
8月22日	美国能源信息署（EIA）周一表示，以日均口径计算，4月份，位于墨西哥湾沿岸的休斯敦-加尔维斯顿地区（Houston-Galveston）对外出口的原油数量比进口量多了1.5万桶，次月净出口更是进一步飙升至47万桶。
8月23日	周四美国能源信息署报告显示，美国8月17日当周EIA原油库存减少583.6万桶，降幅大幅超过预期。预期为减少200万桶，前值增加680.5万桶。 美国8月17日当周EIA库欣地区原油库存增加77.2万桶，预期增加90万桶，前值增加164.3万桶，为连续第二周上涨。 美国8月17日当周EIA汽油与精炼油库存也均超预期。8月17日当周EIA汽油库存增加120万桶，预期减少105万桶，前值减少74万桶。8月17日当周EIA精炼油库存增加184.9万桶，预期增加137.7万桶，前值增加356.6万桶。8月17日当周EIA精炼厂设备利用率持平，预期下降0.5%，前值增加1.5%
8月23日	路透社称，四位资深业内消息人士告诉该媒体，沙特阿拉伯已经叫停了沙特阿美国内以及国外IPO计划。其中两位消息人士称，沙特将把注意力转移到收购当地石化产品制造商沙特基础工业公司的“战略股权”上。 一位熟悉IPO计划的消息人士称，“叫停IPO的决定已经作出了一段时间了，但无人可以透露这一点，所以声明称正逐步推进——首先是延后然后再取消。”

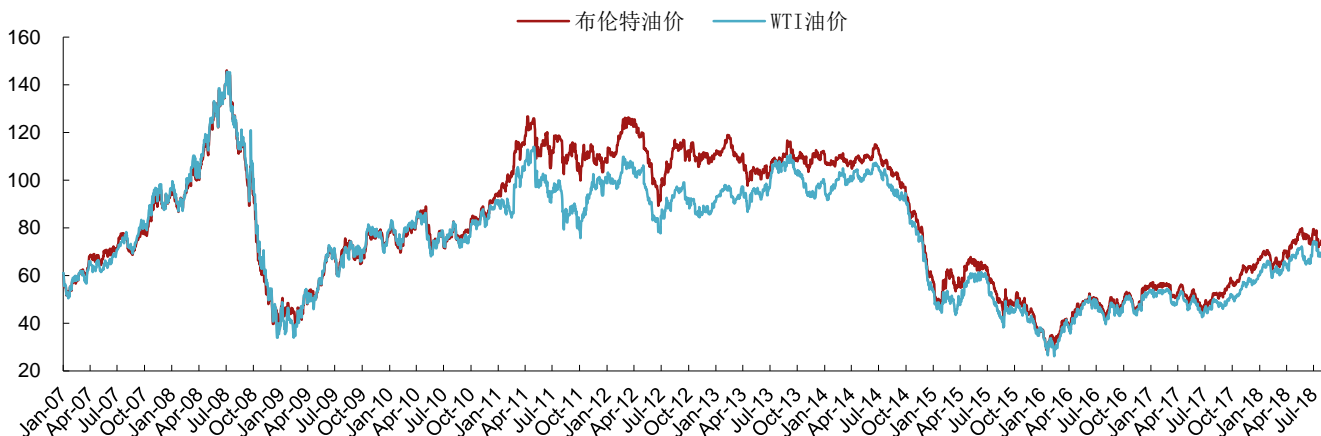
资料来源：华尔街见闻，卓创资讯

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



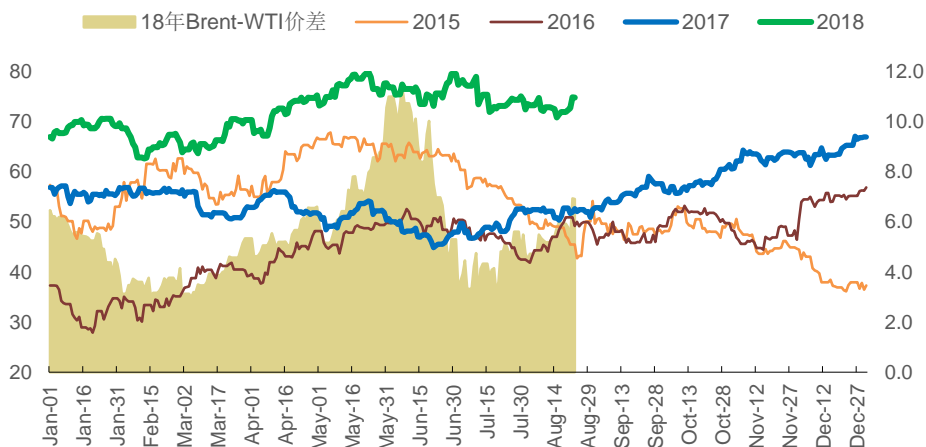
资料来源：Wind

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



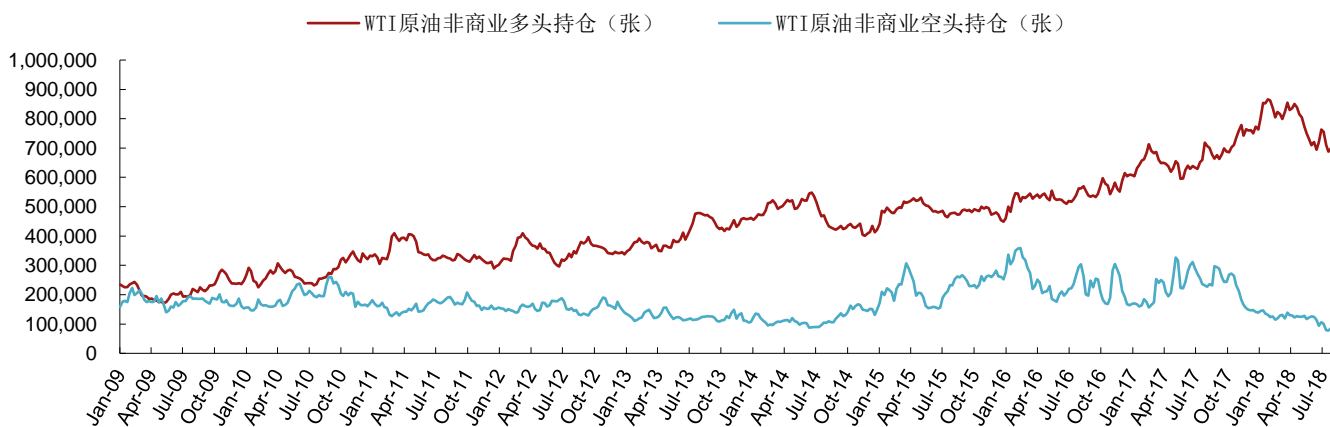
资料来源: Wind

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



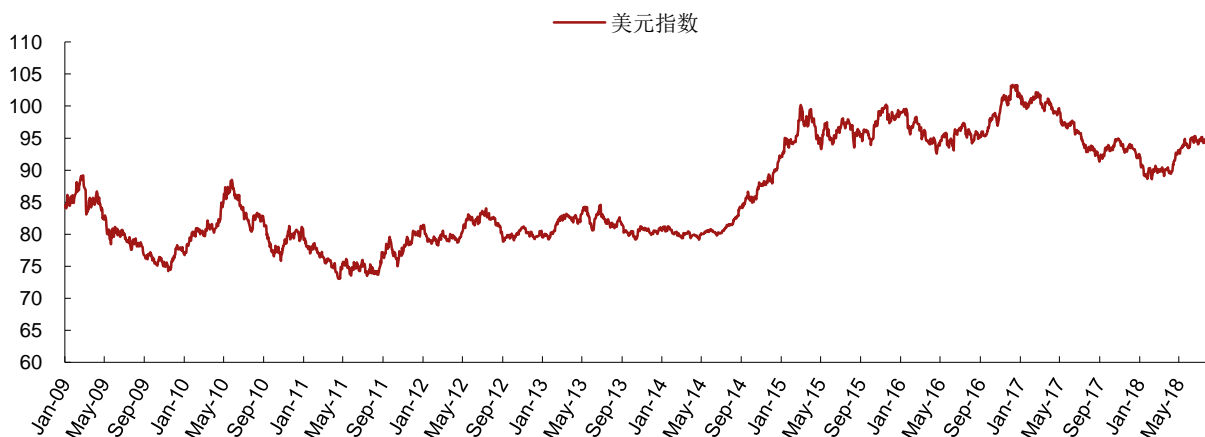
资料来源: Wind

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	5月产量	6月产量	5月减产完成率	6月减产完成率	备注
Russia	11,597	-300	11,297	11,350	11,450	82%	49%	
Azerbaijan	815	-35	780	800	800	43%	43%	
Kazakhstan	1,805	-20	1,785	1,960	1,950	-775%	-725%	基准产量为11月
Mexico	2400	-100	2,300	2110	2120	290%	280%	
Oman	1020	-45	975	980	980	89%	89%	
Others	1,223	-46	1,177	1,240	1,220	-37%	7%	
Total	18,860	-546	18,314	18,440	18,520	77%	62%	

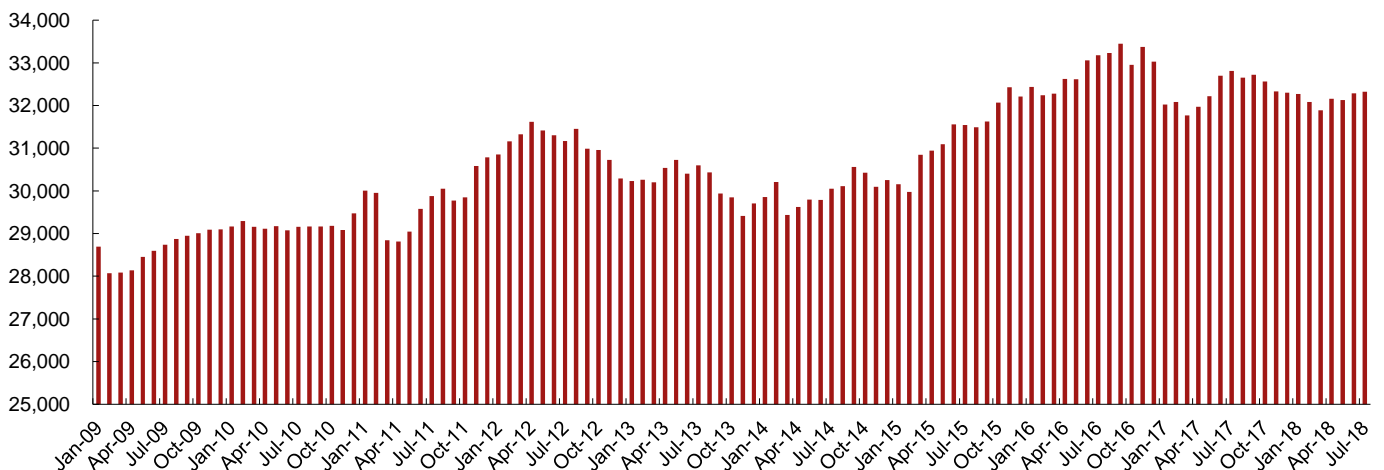
资料来源: IEA 7 月月报

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	6月产量	7月产量	6月减产完成率	7月减产完成率	备注
Algeria	1,089	-50	1,039	1,048	1,062	82%	54%	
Angola	1,751	-78	1,673	1,444	1,456	394%	378%	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	521	525	104%	88%	
Gabon	202	-9	193	191	188	122%	156%	
IR Iran	3,709	90	3,799	3,793	3,737	93%	31%	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	4,532	4,556	14%	2%	
Kuwait	2,838	-131	2,707	2,713	2,791	95%	36%	
Libya				721	664	-	-	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				1,597	1,667	-	-	同上
Qatar	648	-30	618	612	616	120%	107%	
Saudi Arabia	10,544	-486	10,058	10,440	10,387	21%	32%	
UAE	3,013	-139	2,874	2,890	2,959	88%	39%	
Venezuela	2,067	-95	1,972	1,325	1,278	781%	831%	
合计	30,970	-1,164	29,806	29,509	29,555	126%	122%	

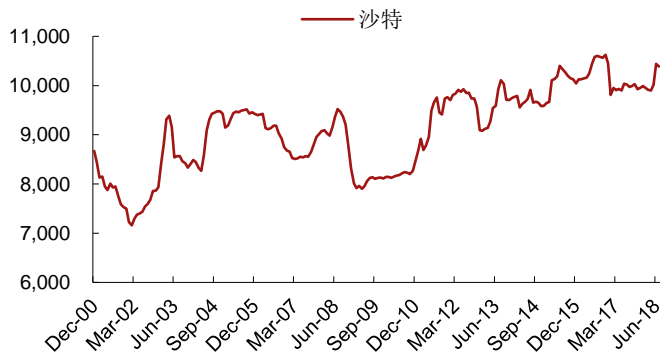
资料来源: OPEC 8 月月报, 招商证券

图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



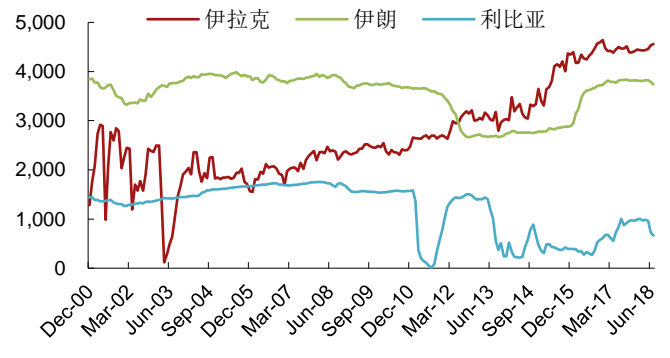
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



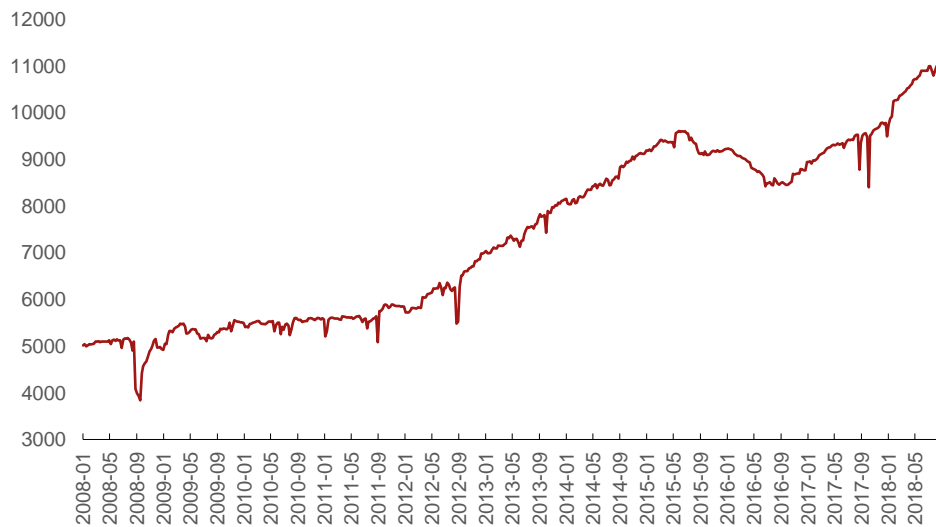
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



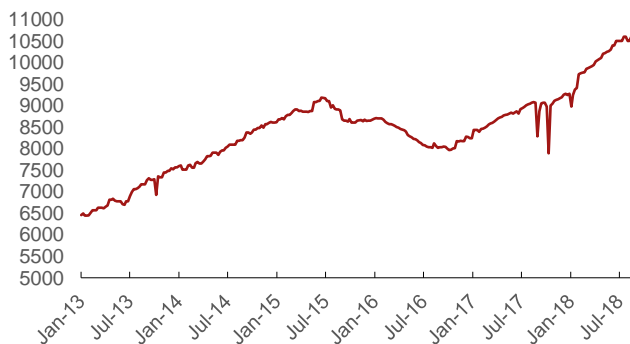
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



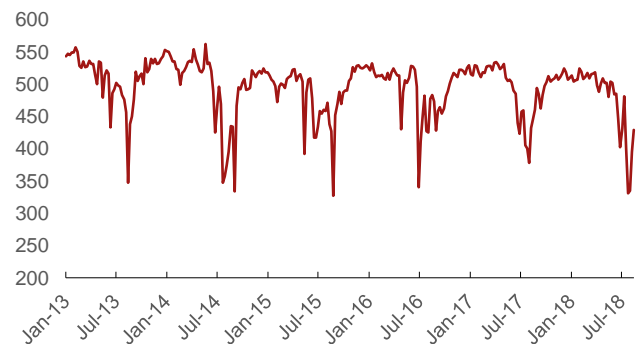
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



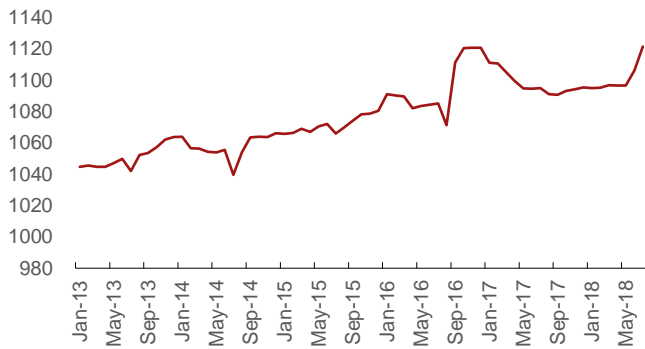
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



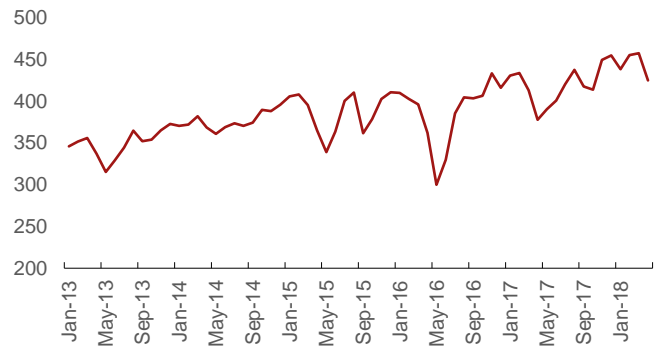
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



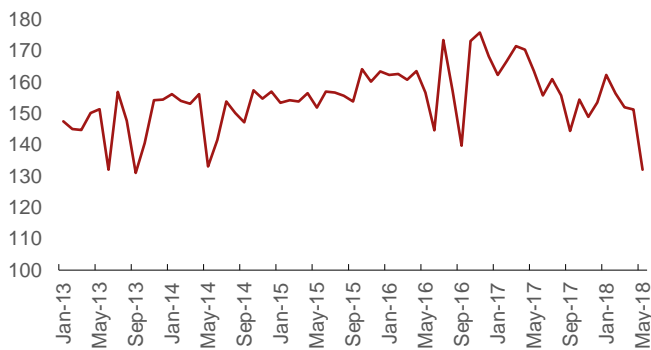
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



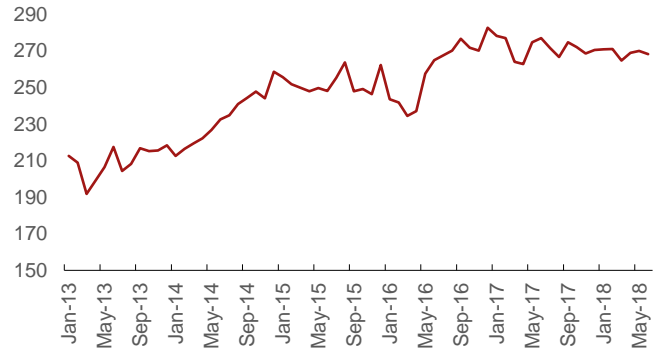
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



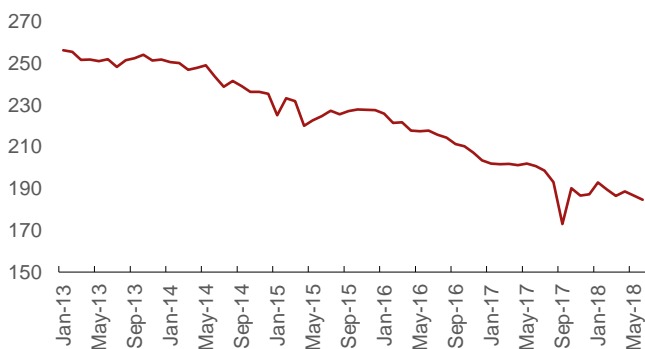
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



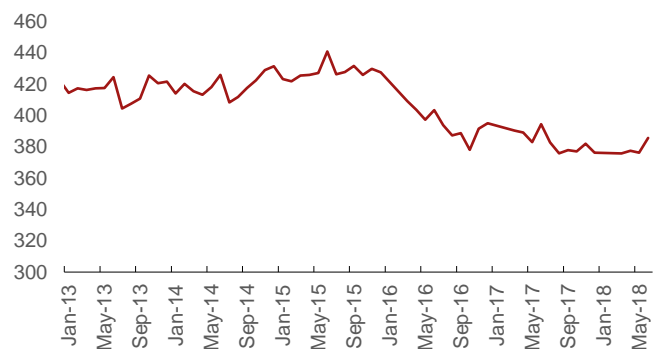
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



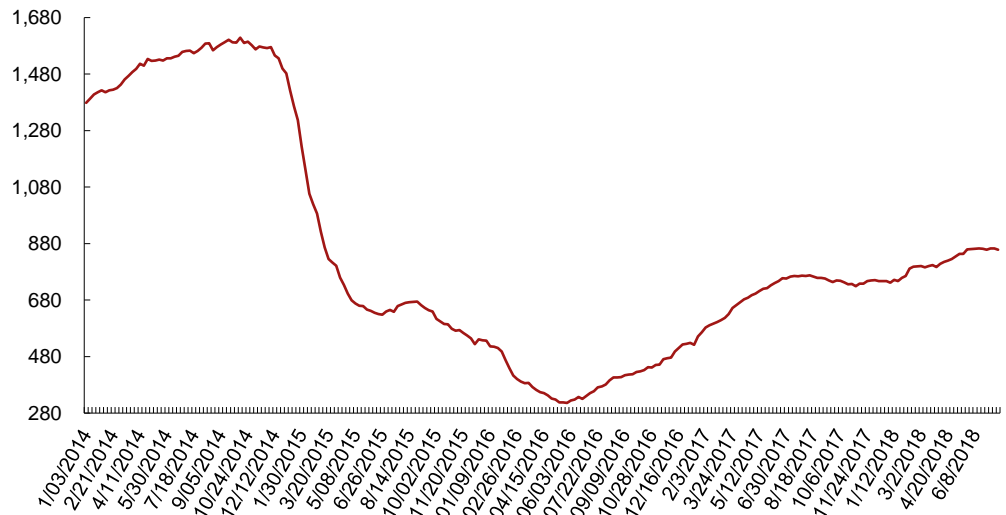
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



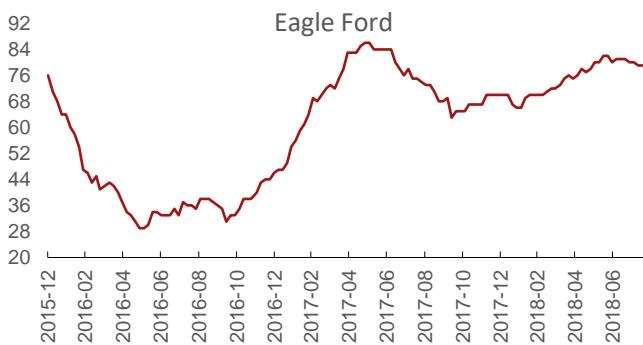
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



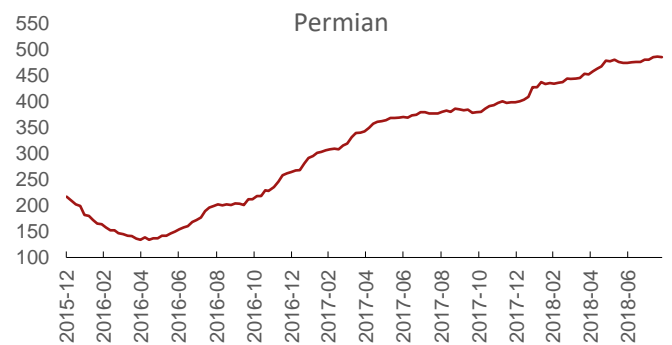
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



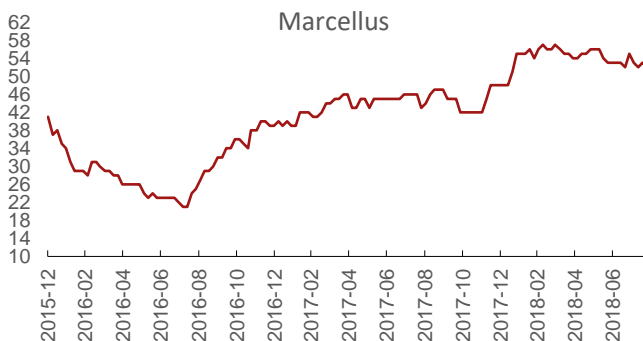
资料来源: 贝克休斯

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)



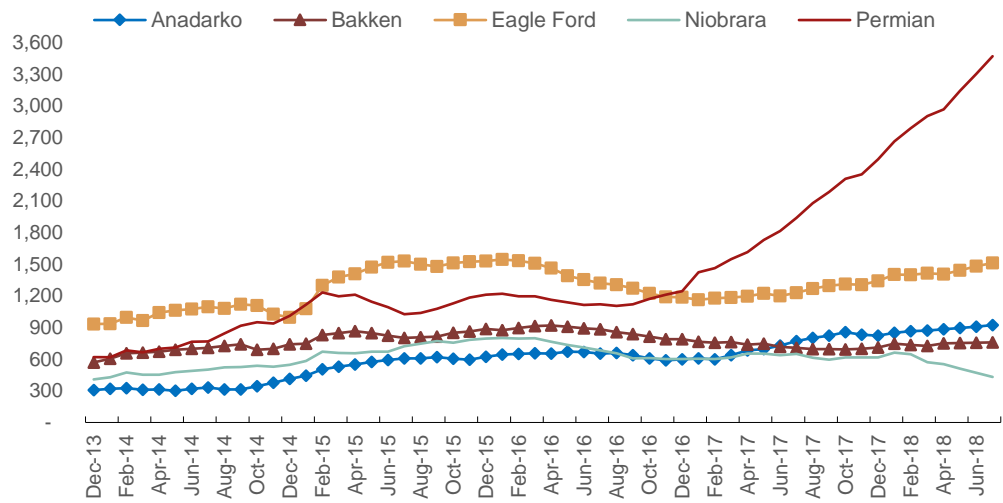
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



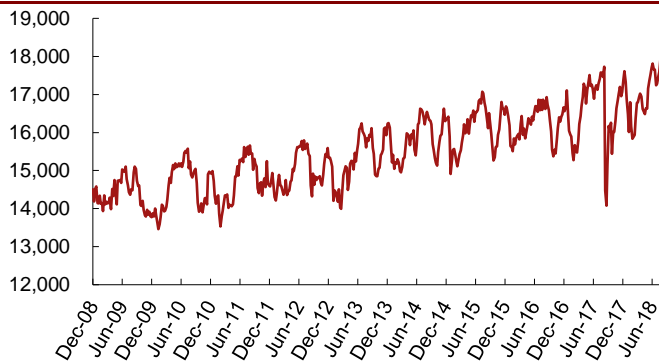
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



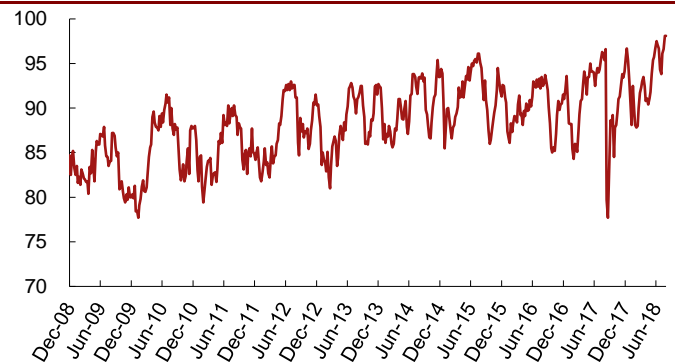
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



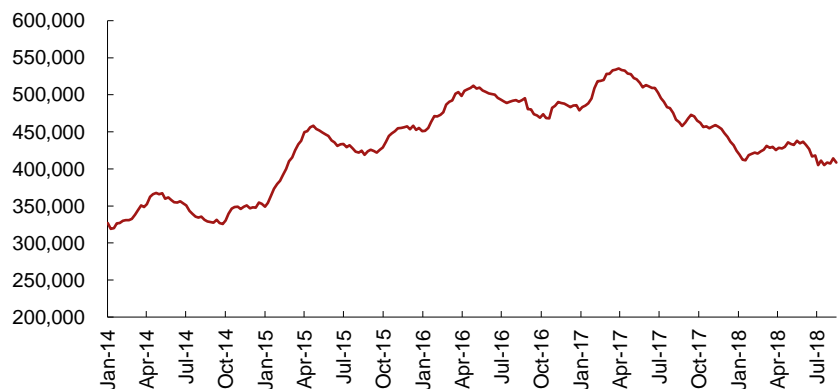
资料来源: EIA

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)



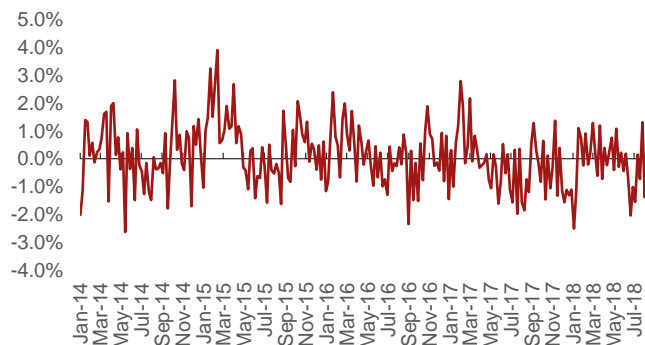
资料来源: API

图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)



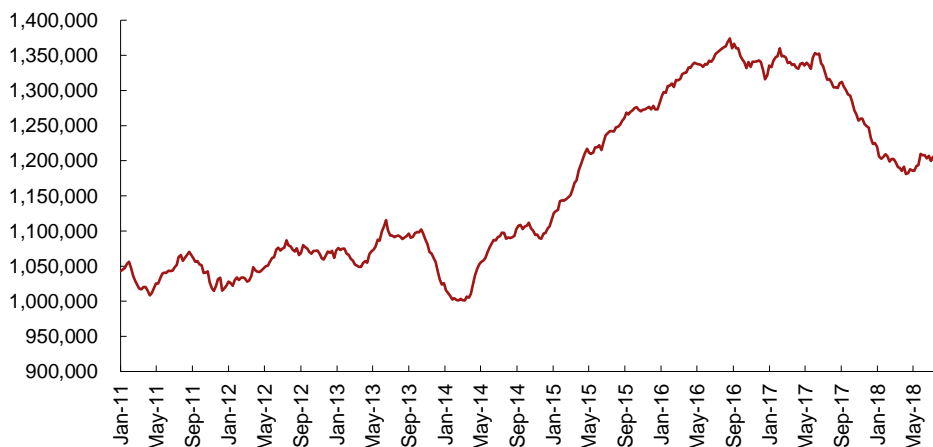
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



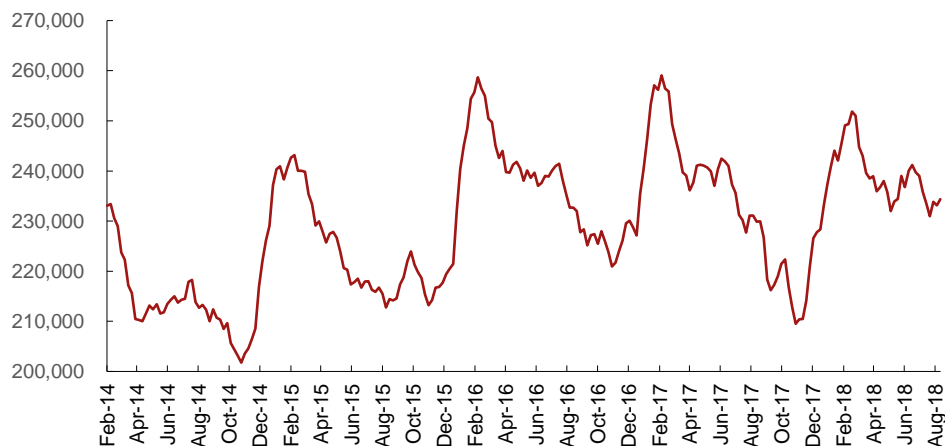
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



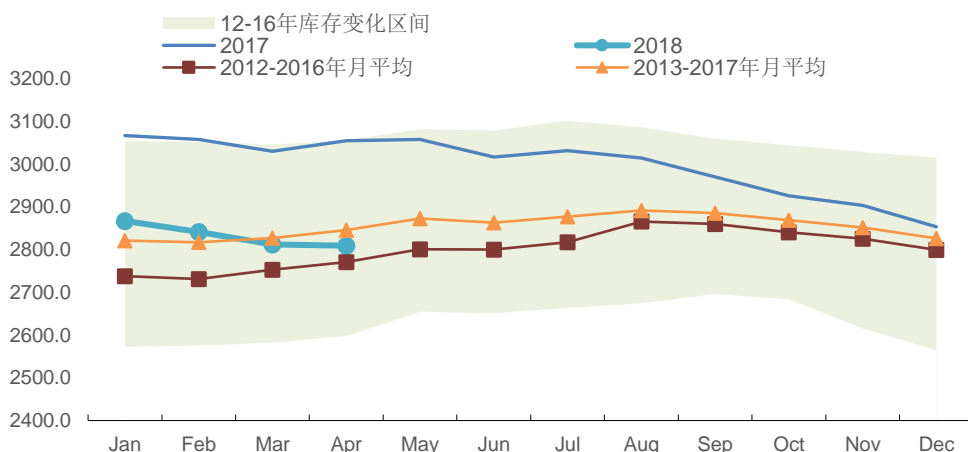
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



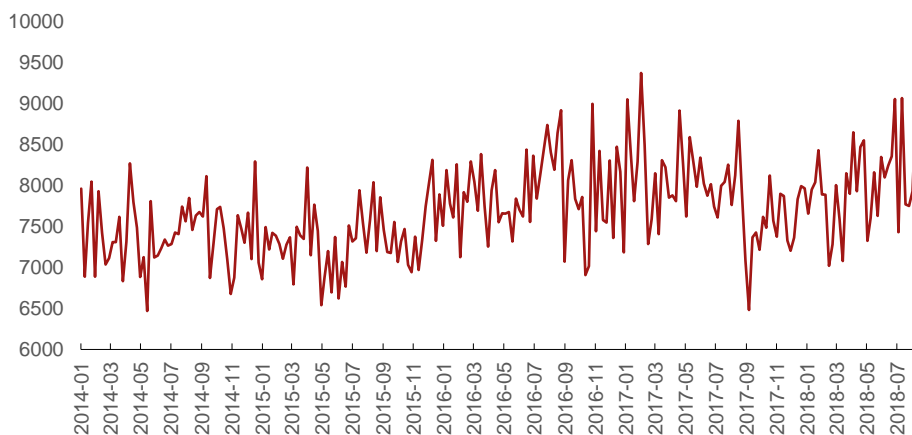
资料来源: EIA

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



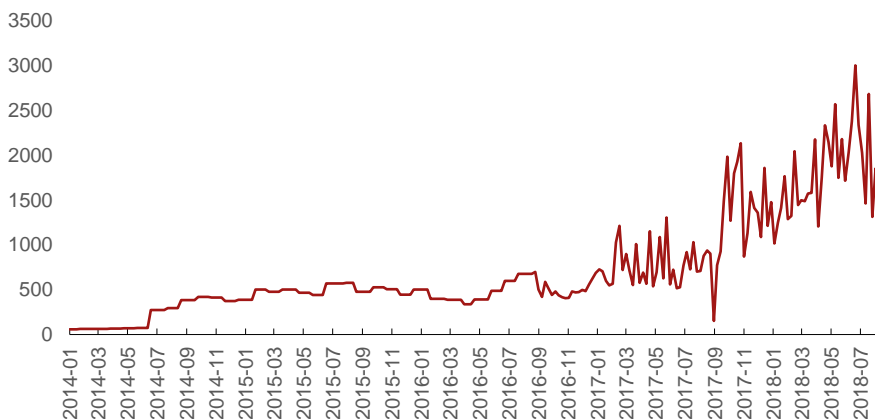
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



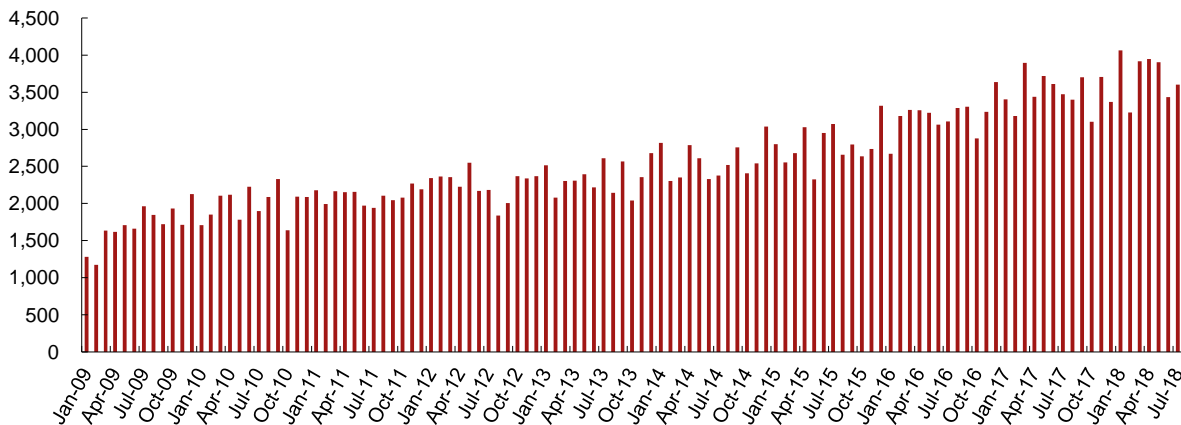
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



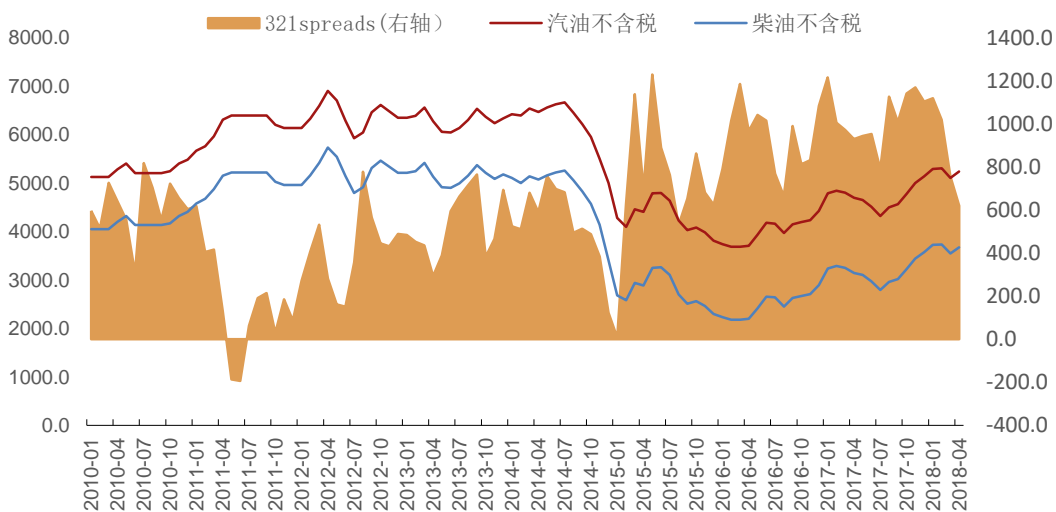
资料来源: Wind

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。