

推荐 (维持)

## 印度对伊原油进口骤减，制裁初显威力

2018年09月02日

### 原油周观点20180902

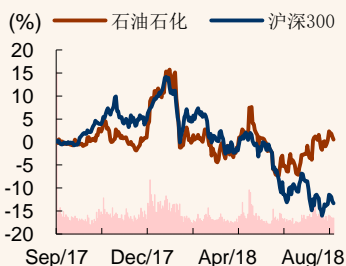
上证指数 2725

#### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	48	1.4
总市值 (亿元)	24754	5.2
流通市值 (亿元)	23917	6.3

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.1	-1.3	0.1
相对表现	8.3	15.8	12.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《石化周观点 20180826—PTA 盈利再创新高，长丝盈利短期收窄》2018-08-26
- 2、《原油周观点 20180825—沙特阿美中止 IPO 符合我们预期》2018-08-26
- 3、《石化周观点 20180819—PTA 盈利破千元，涤丝库存创新低》2018-08-20

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

- **本周油价继续反弹。**本周市场受伊朗原油出口量大幅下降、北海石油工人计划罢工以及美国原油库存超预期下降等消息影响，油价一路走高。截至周末，布油收 77.45 美元/桶涨 2.15%；WTI 收 69.88 美元/桶涨 1.69%；上海原油收 524.0 元/桶涨 2.89%。
- **印度大幅减少对伊原油进口，维持年内伊朗减少 120-150 万桶/天出口之判断。**据彭博、路透等第三方机构公布的数据，8 月上半月伊朗石油出口量减少了 60 万桶/天，从 232 万桶/天降至 168 万桶/天。其中印度降幅最大，从 70 万桶/天骤减至 20 万桶/天。此前，印度官方对于禁止对伊进口石油的表态一直较为暧昧，试图在美伊之间寻找平衡。印度和伊朗的经贸合作关系不断加强，在除能源方面外的多个领域都有较深入的合作，尤其是伊朗恰巴哈尔港的合作对印度具有较强的战略意义。但政治表态仅仅只是这一问题的一部分，对于印度信实工业这样的主要炼油商，完全断绝与美国市场和金融体系的联系是不现实的。虽然伊朗方面承诺为印度提供保险、海运等方面的便利，并到岸价格支付，但进口量大幅下降仍在所难免。

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（10-15%）；土耳其与美国关系生变，且伊朗是其廉价石油的重要来源，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，我们估计伊朗年内减少 120-150 万桶/天出口的可能性很大。

- **有消息称沙特阿美中止 IPO 为国王授意，担忧信批风险符合我们预期。**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。近期有消息称中止 IPO 为国王萨勒曼之授意，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。目前国际油价环境已经出现明显变化，沙特的经常性收支情况已经大为改观，IPO 的紧迫性已经明显下降。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。本周一消息称，沙特阿美与沙特政府调整了新的特许权协议，阿美对该国石油的勘探开发时限由永久改为 40 年以内，此举旨在使阿美与沙特政府之关系回归正常化。
- **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。
- **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程度和 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

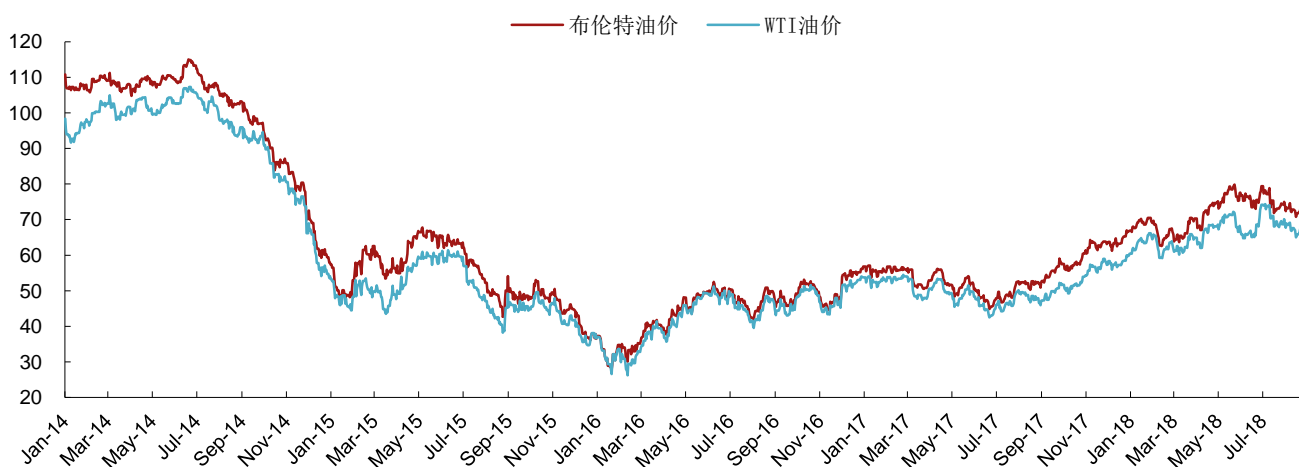
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API) .....	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶) .....	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶) .....	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等) .....	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天) .....	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天) .....	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨) .....	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨) .....	14
表 1: 本周国际原油市场大事件.....	4
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27日	8月27日周一，英国《金融时报》报道称，根据沙特阿美与沙特政府达成的特许权协议，沙特阿美对该国石油的勘探和开发时长将限制在40年以内，而此前的合同规定时长为永久性。不过，沙特阿美的续约选项仍旧留存。 沙特能源部长兼沙特阿美董事长 Khalid al Falih 上周表示，已达成的全新特许权协议是沙特阿美 IPO 过程中的一部分。另有三名知情人士对上述媒体表示，此举是沙特为沙特阿美上市所做准备的一部分，旨在使沙特阿美与沙特政府的关系正式化。
8月28日	据三名接近沙特政府的信源透露，沙特国王萨勒曼在5月初开始的伊斯兰斋月期间，会见了家族成员、银行家和包括前沙特阿美 CEO 在内的油企高管，6月下旬决定叫停沙特阿美 IPO 并告知内阁。其中一位信源称，国王的决定是最终决定，“当他说不的时候，没有讨价还价的余地。”与国王对话的人表示，IPO 不仅不能帮助沙特，还会削弱沙特政府。反对者首先担心2万亿美元的估值不现实，其次担忧海外上市面临的法务风险和更严格的财务信息披露要求。据信源称，沙特国王非常关注后世对自己的评价，不想被冠以“出卖沙特阿美”的称号。还有人联想到了沙特去年发起的反腐风暴和众多王子被审查。
8月29日	8月上半月，伊朗石油出口量减少了60万桶/天，从232万桶/天降至168万桶/天。 韩国7月1日起已经暂停进口伊朗原油。日经新闻称，日本考虑最早10月也将停止进口伊朗原油。 印度是伊朗第二大原油进口国，8月1日至16日期间，从伊朗采购的原油从约70.6万桶/天骤降至20万桶/天。 印度一直试图在伊朗和美国之间保持中立。一方面，印度80%的能源依赖进口。而伊朗是印度第三大能源供应国，其廉价的石油和天然气对印度经济至关重要。
8月29日	据美国能源信息署 EIA 统计，美国8月24日当周 EIA 原油库存减少256.6万桶，大于预期的降幅148.7万桶，虽小于前值降幅583.6万桶，但已连降两周。 美国原油期货交割地库欣地区的原油库存增加5.8万桶，大幅小于前值增加77.2万桶，不过超过了预期的增幅5万桶，并连续第三周上涨。 当周汽油库存减少155.4万桶，与预期持平，前值为增加120万桶。包括柴油和取暖用油的精炼油库存减少83.7万桶，小于预期的增幅165万桶，前值为增幅184.9万桶。 当周的 EIA 精炼厂设备利用率为下降1.8%，高于预期的降幅0.6%，但与前值持平，部分缓解了成品油的库存压力。ION Energy 咨询师 Kyle Cooper 指出，美国精炼厂季度检修期即将到来，未来会影响到原油库存和精炼油产出，精炼厂设备利用率也会短期下降。

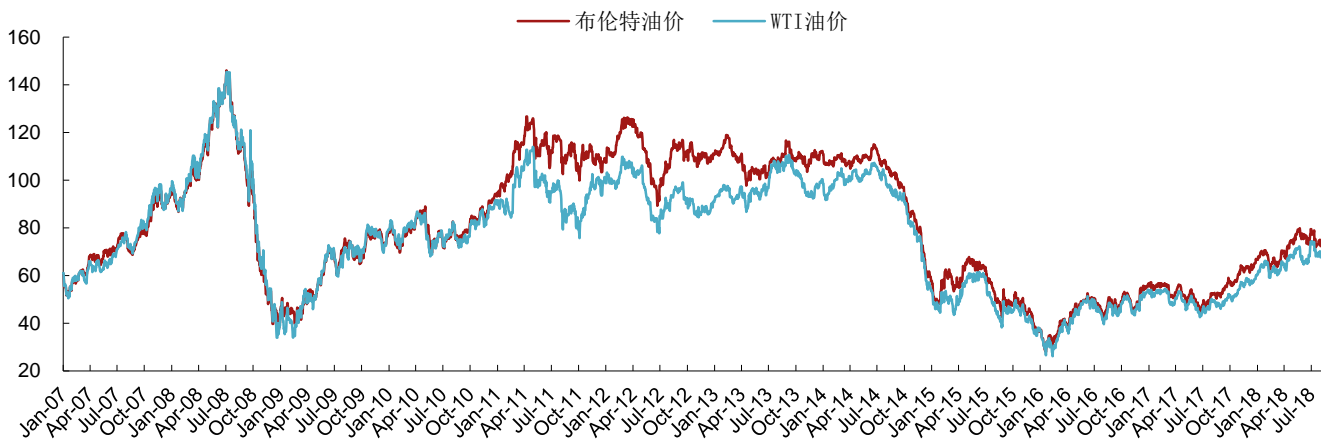
资料来源：华尔街见闻，卓创资讯

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



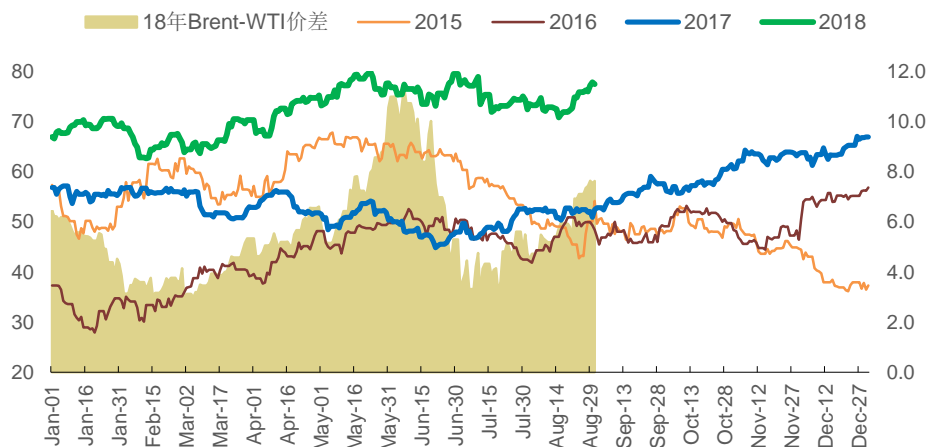
资料来源：Wind

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



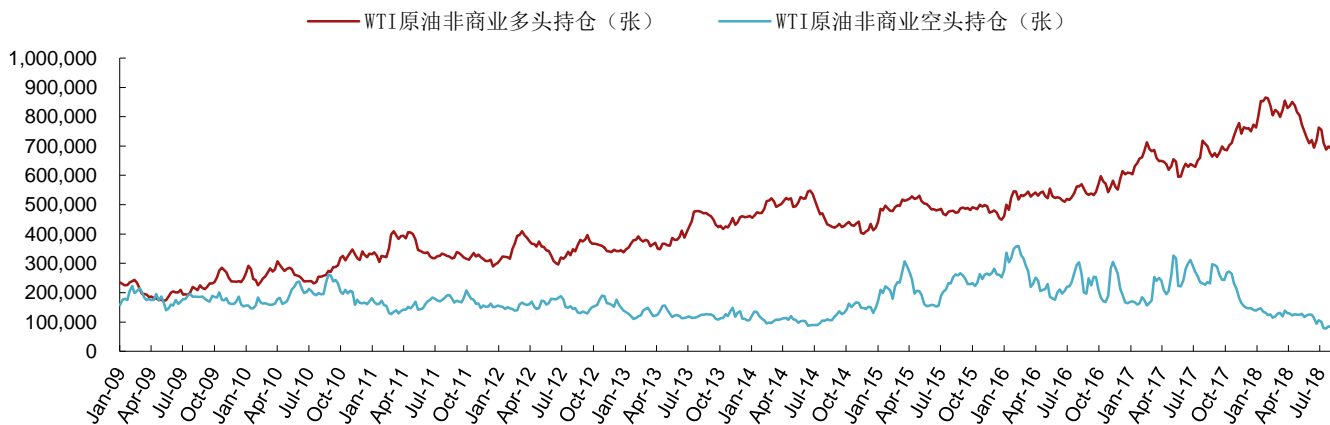
资料来源: Wind

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



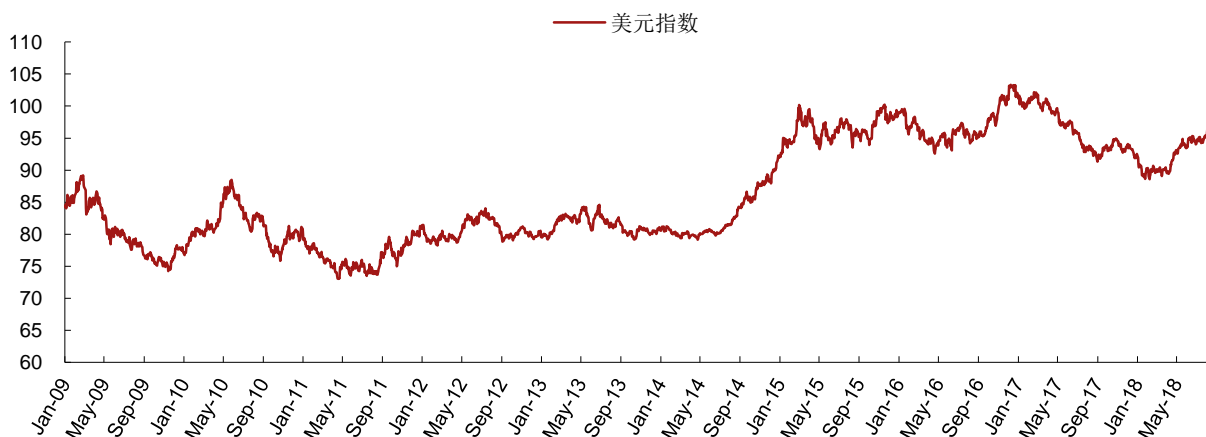
资料来源: Wind

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%	
<b>Total</b>	<b>18,860</b>	<b>-546</b>	<b>18,314</b>	<b>18,440</b>	<b>18,520</b>	<b>77%</b>	<b>62%</b>	

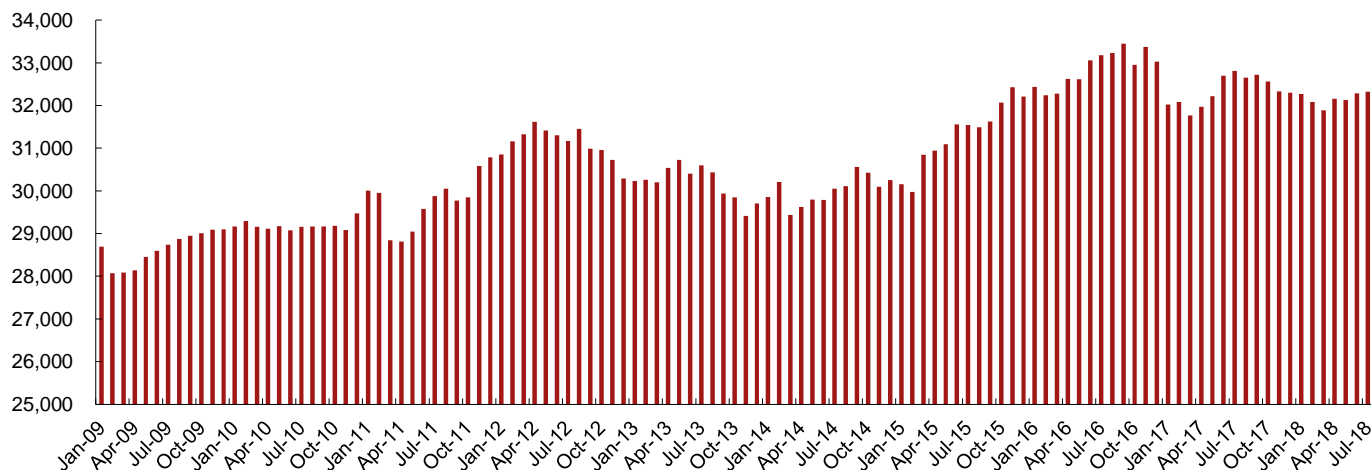
资料来源: IEA 7 月月报

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)



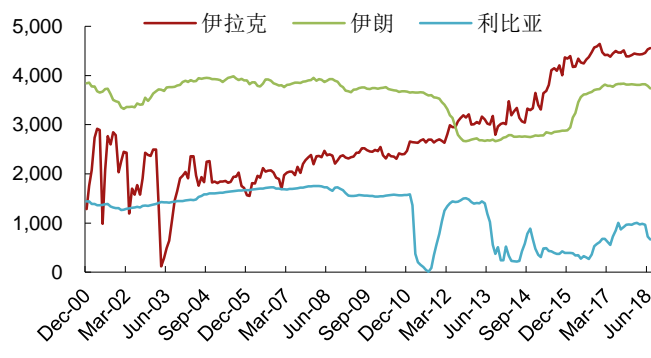
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



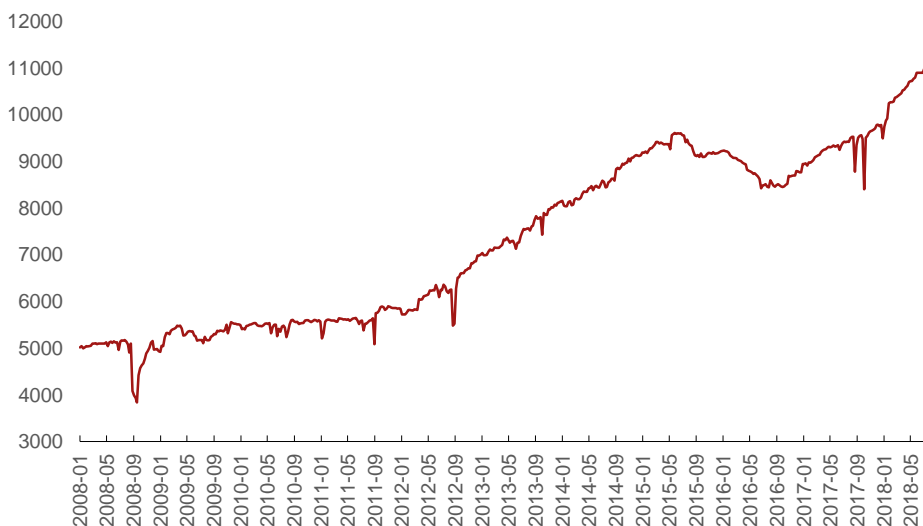
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



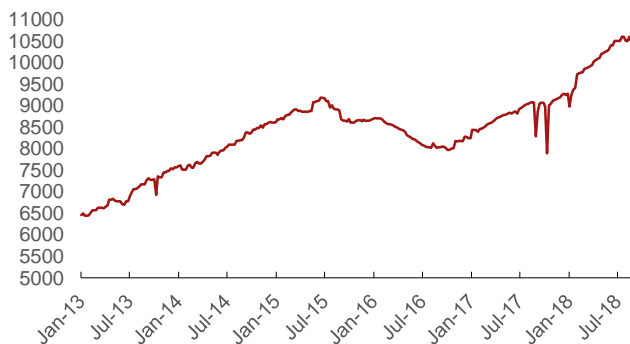
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



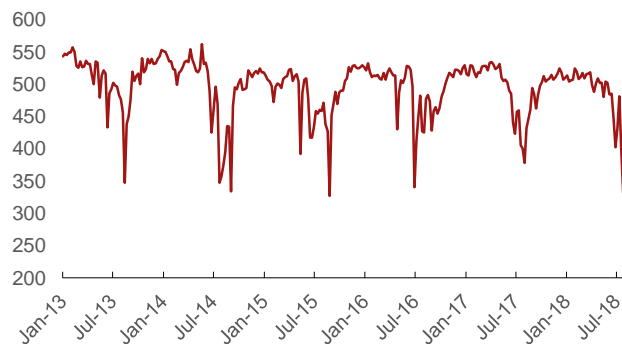
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



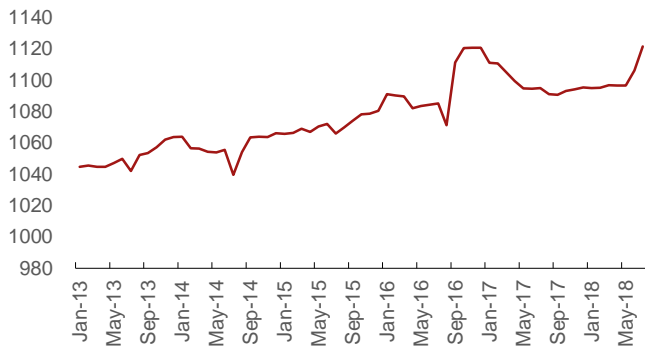
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



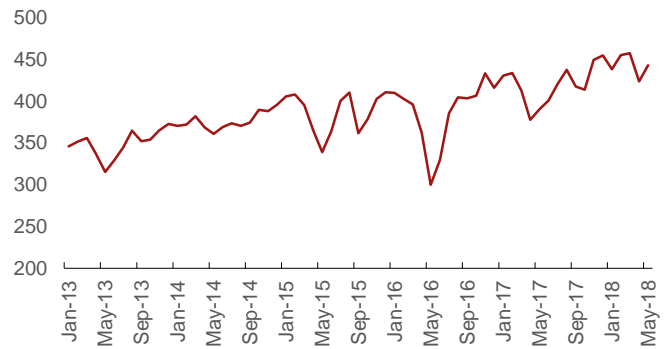
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



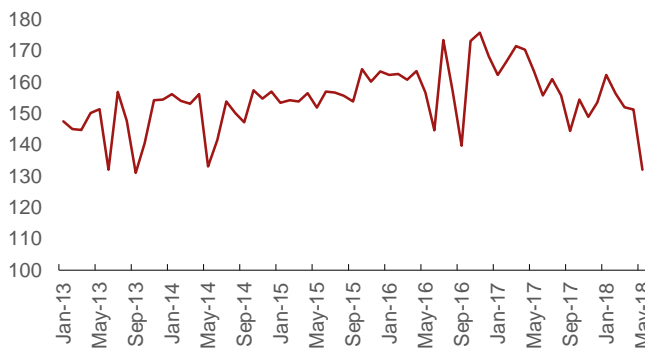
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



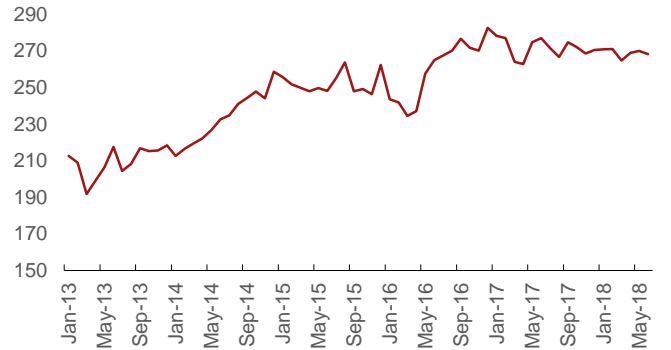
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



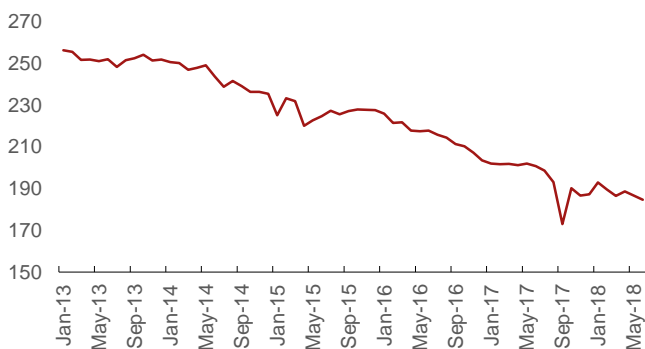
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



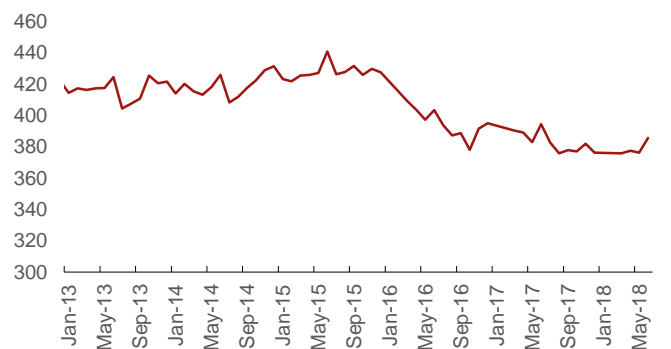
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



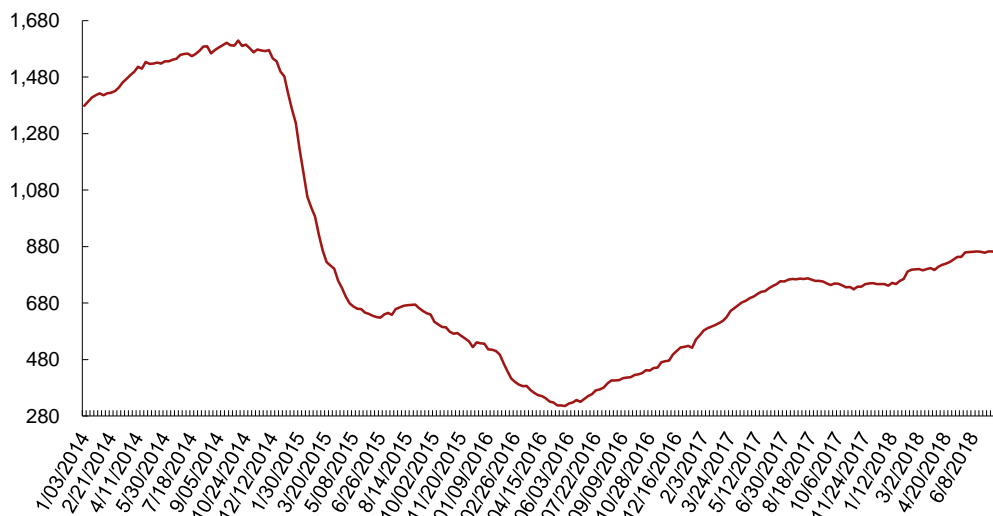
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



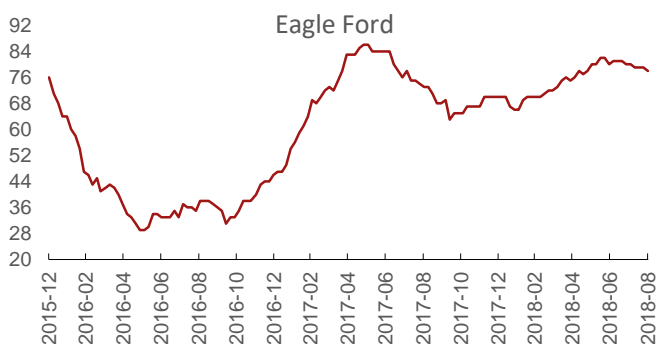
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



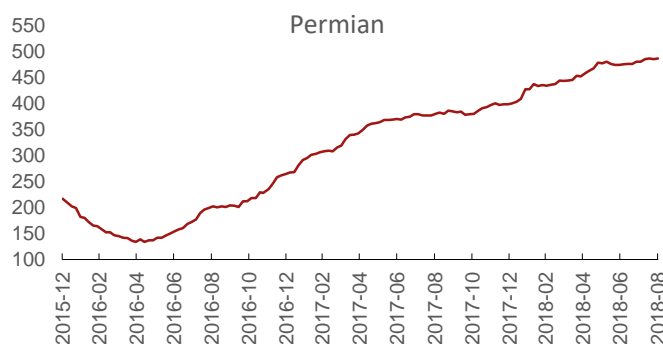
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



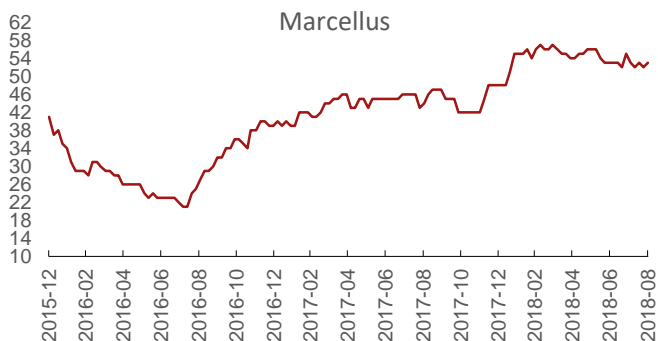
资料来源: 贝克休斯

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)



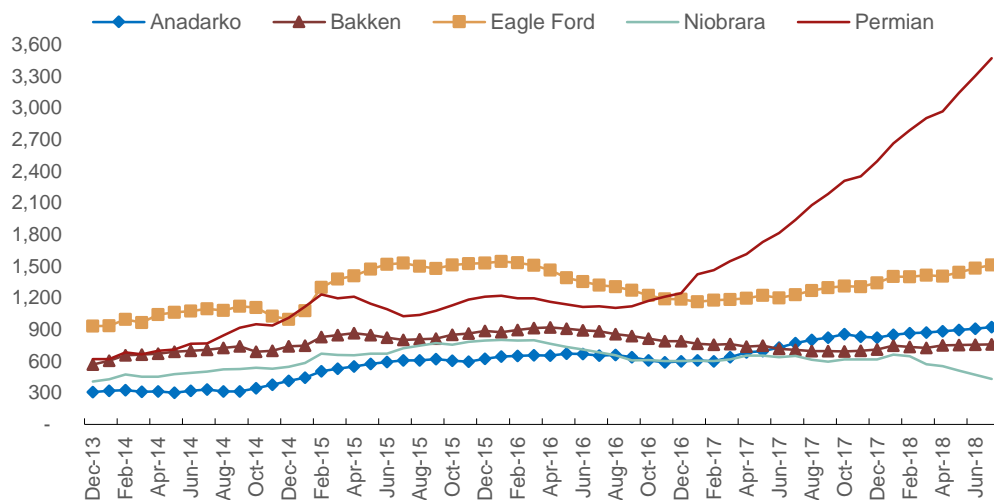
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



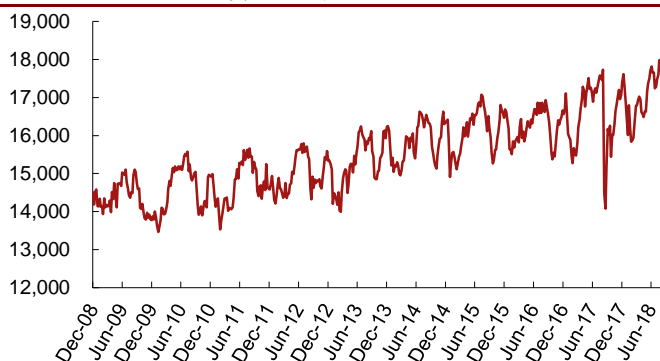
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



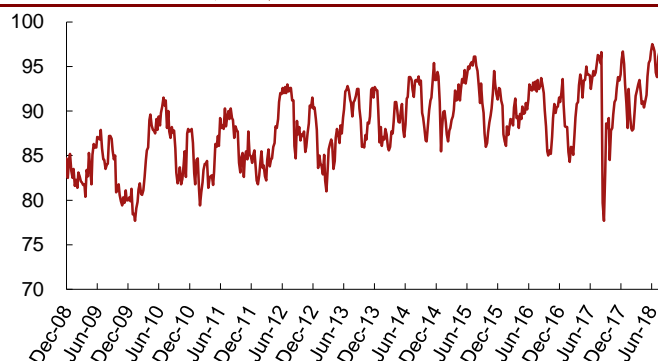
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



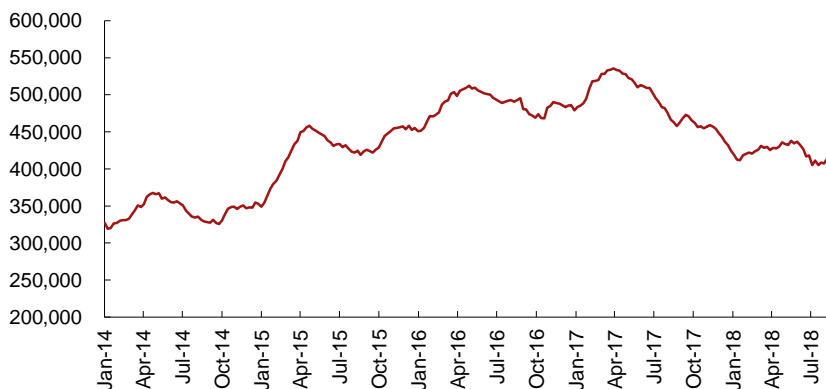
资料来源: EIA

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)



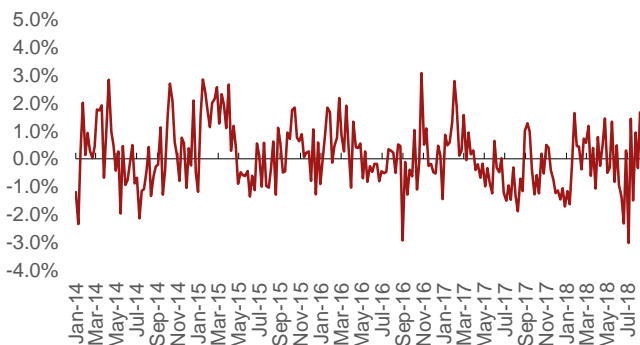
资料来源: EIA

图 28: 美国商业原油库存 (API, 千桶)



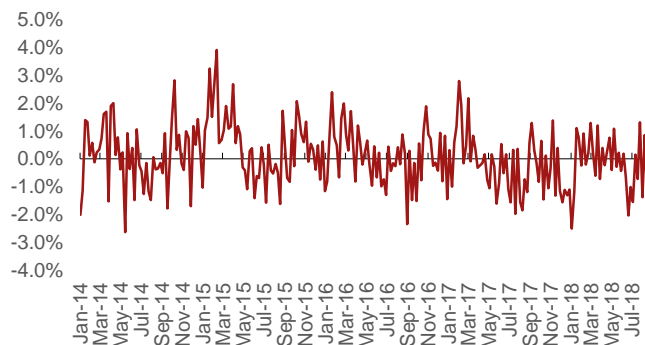
资料来源: API

图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)



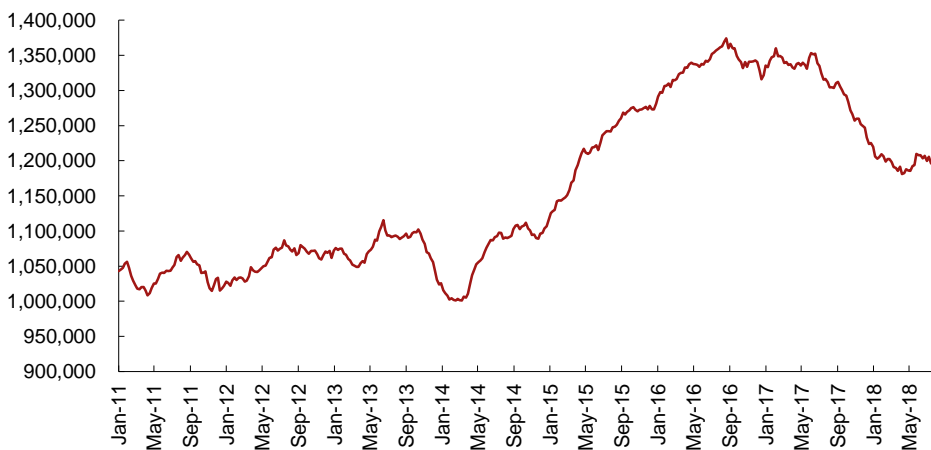
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



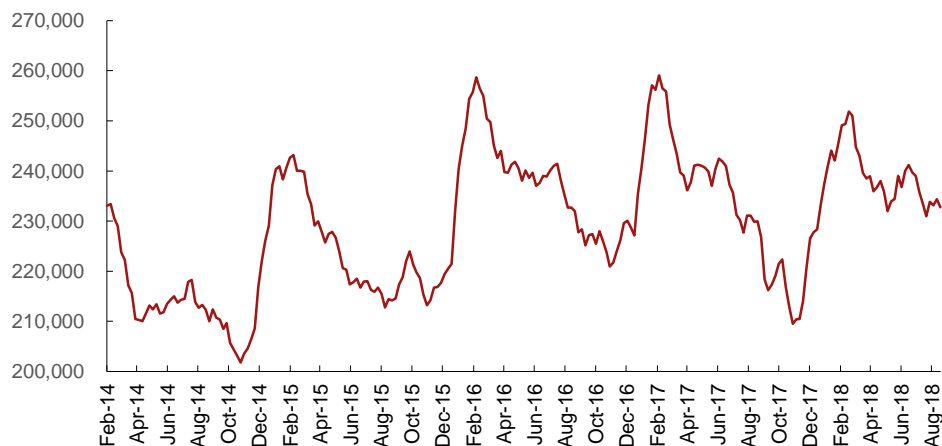
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



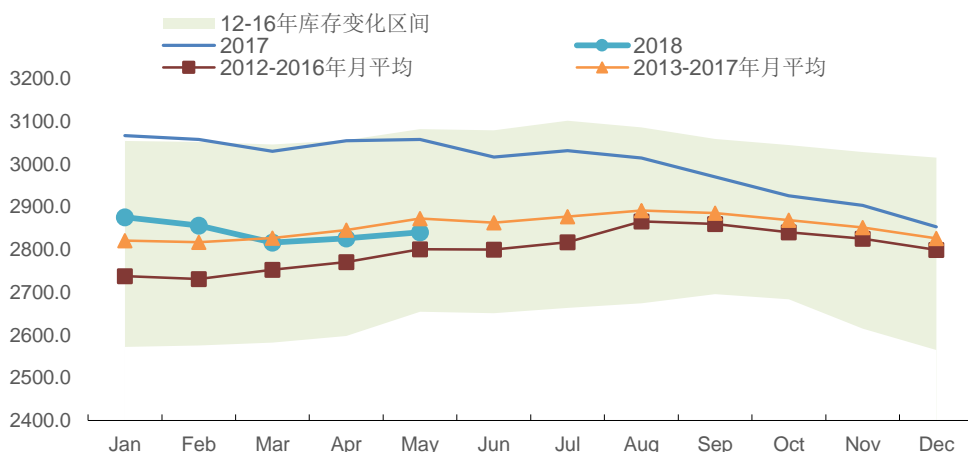
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



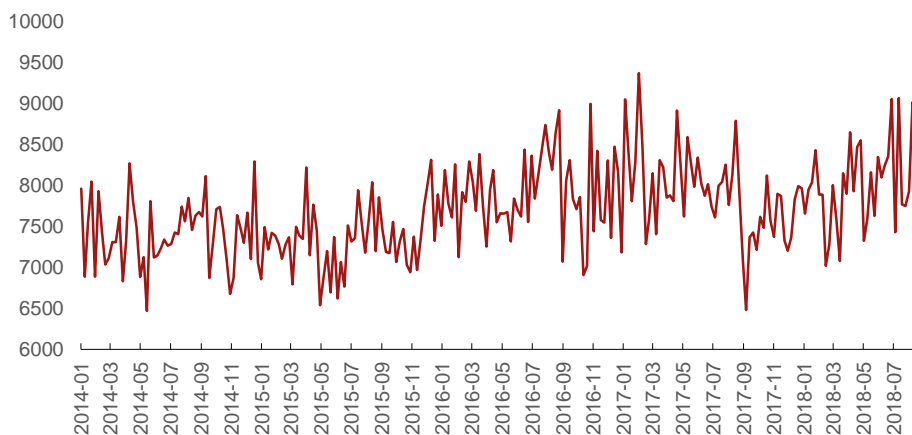
资料来源: EIA

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



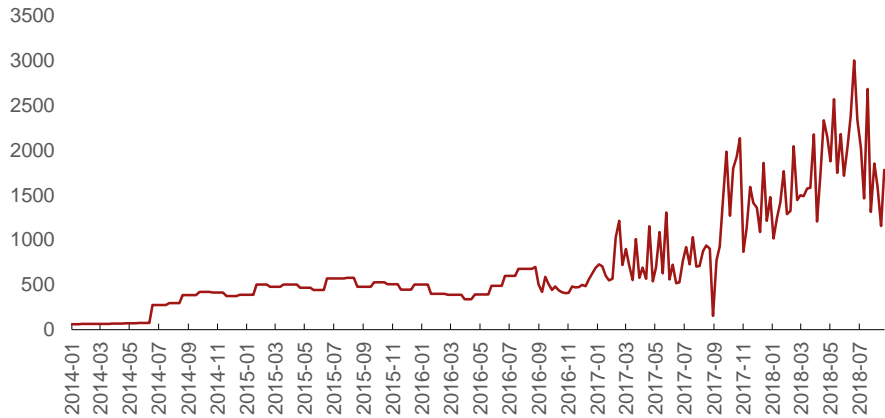
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



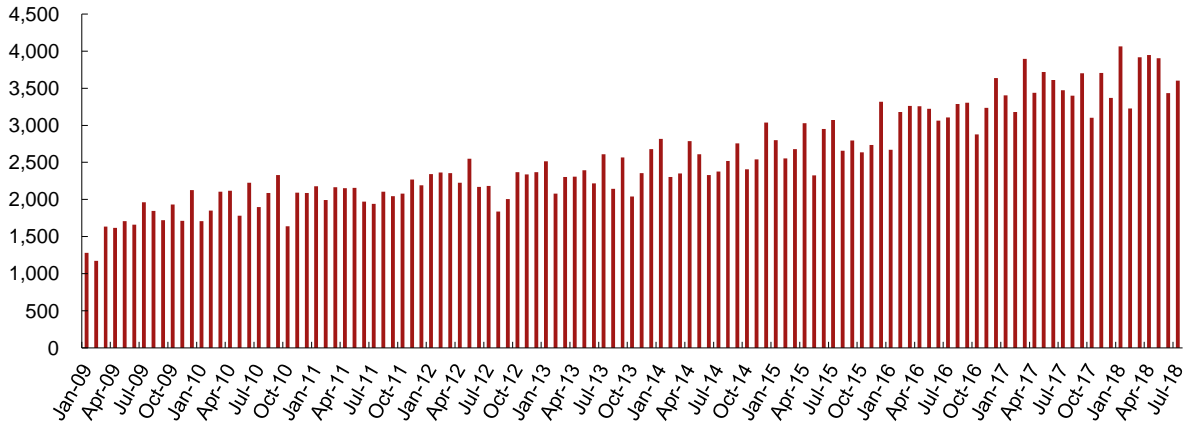
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



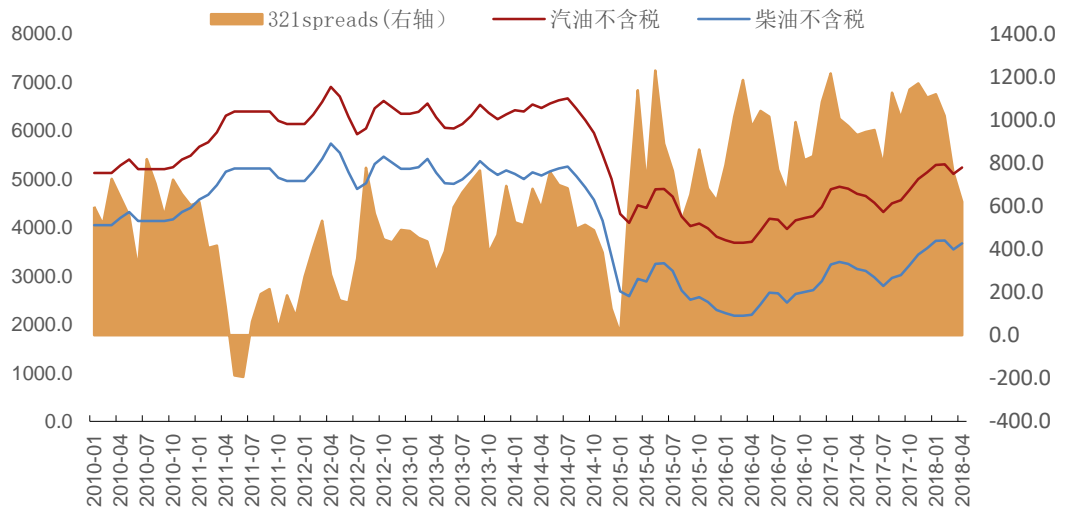
资料来源: Wind

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。