

## 高油价时代的到来

——布伦特原油价格突破 85 美元/桶点评(20181007)

行业简报

### 增持（维持）

#### 分析师

裴孝锋

021-22167262

qiuxf@ebscn.com

执业证书编号：S0930517050001

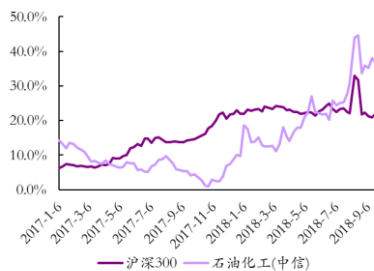
赵乃迪

010-56513000

zhaond@ebscn.com

执业证书编号：S0930517050005

行业与上证指数对比图



#### 相关研报

沧桑百年 瞬间春秋——原油价格百年史 (20180817)

原油市场的形势正在变严重——美国要求盟友 11 月起对伊朗石油进口量降至零点评 (20180701)

石油石化盈利的高点在哪里？——油价波动对石油化工企业盈利能力的分析 (20180527)

特朗普宣布美国将退出伊朗核协议——美国退出伊核协议重启全面制裁点评 (20180509)

伊朗核协议：二季度原油市场最大不确定性——伊朗核协议对原油市场影响专题研究\_20180429

二季度原油市场不平静，建议配置中石油中石化——油价大涨点评 (20180411)

#### 事件：

国际油价在经过 2014-2015 年大的调整后，于国庆期间，自从 2014 年底以来，布伦特油价第一次突破了 85 美元/桶。对于二级市场来说，无论是石油化工板块还是整个市场，都是方向性的事情。

#### 点评：

从今年二季度以来，特朗普退出伊朗核协议对市场产生了重大且持续的影响。站在当下，未来 3-6 个月原油市场的主要矛盾依然是美国和伊朗之间的矛盾。这是油价维持在 80 美元/桶还是进一步上升到 100 美元/桶最关键的因素。

首先，对于制裁伊朗，美国态度十分明确且坚决。因为特朗普退出伊核协议，重新对伊朗实施制裁，并不是一时拍脑袋决定的，而是竞选时期的口号，上台之后就要履行竞选口号，所以美国对伊朗的制裁应该是认真的。而且从各方面掌握的信息来看，这次美国制裁的力度要远远超过 2012 年 7 月 1 日奥巴马对伊朗的制裁。基于此，我们预计，后续美国对伊朗的制裁态度不会有巨大变化。

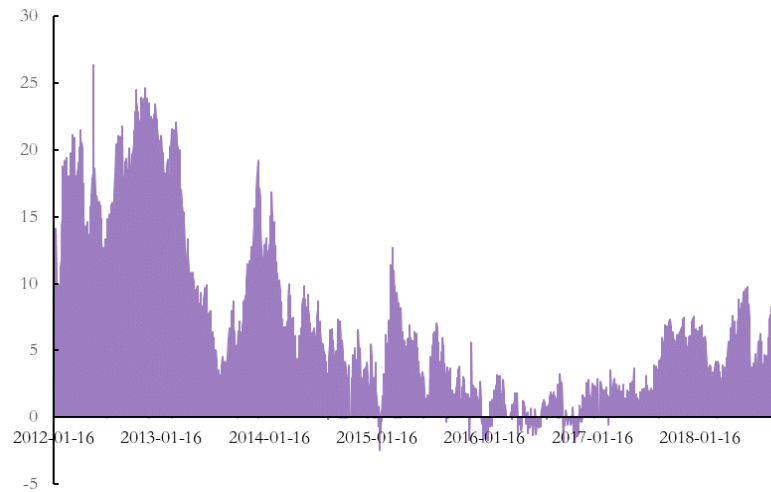
唯一的不确定性来自于伊朗是否会妥协。首先，伊朗是政教合一的国家，这决定了伊朗在与美国对抗的过程中内部有更大的凝聚力。另外值得注意的是，伊朗、伊拉克是什叶派，沙特是逊尼派，什叶派在中东现在是占上风的。自从 2016 年 1 月 1 日，美国为了打击 ISIS，解除了之前对伊朗的制裁，在叙利亚、也门这些战场，整个什叶派都占上风，逊尼派节节败退，这可能也是特朗普要制裁伊朗的一部分原因。现在整个中东地缘政治格局导向什叶派，而不是逊尼派。所以，11 月 5 日美国对伊朗的制裁大概率是要生效的。

此外，11 月美国的中期选举将是影响油价涨势节奏的重要因素。11 月 6 日是美国的中期选举结束时间，特朗普在中期选举结束之前肯定不希望油价涨特别多。根据 EIA 数据，美国居民支出当中汽油的占比较高，因此，当汽油价格突破 3 美元每加仑对美国居民心理冲击会比较大，所以如果油价大幅上涨，特朗普的选举压力会很大。也正因为如此，近期特朗普的种种言论均以打压油价为目的。

中期选举结束之后，这个遏制油价上涨的因素影响会变小。因为从国际油价与美国的关系看，美国经济与油价是正相关的。目前美国每天原油消费量超过 1800 万桶，其中净进口量为 300 多万桶。目前美国原油消费量仅有 20% 是需要进口的，到 2020 年进口比例很可能进一步下降。另外，油价与农产品、石化产品、天然气产品都是正相关的，如果考虑美国在这些上面的敞口，美国经济早已经与油价有很高的正相关性。根据我们估算，国际油价每涨 10%，美国的 CPI 增加不到 0.3%。

还有一点比较重要的是，WTI 油价与布伦特油价出现了脱钩，有可能布伦特 100 美元，WTI 只有 80 美元，后续价差可能还会进一步拉大。

图 1: Brent-WTI 现货结算价差 (美元/桶)

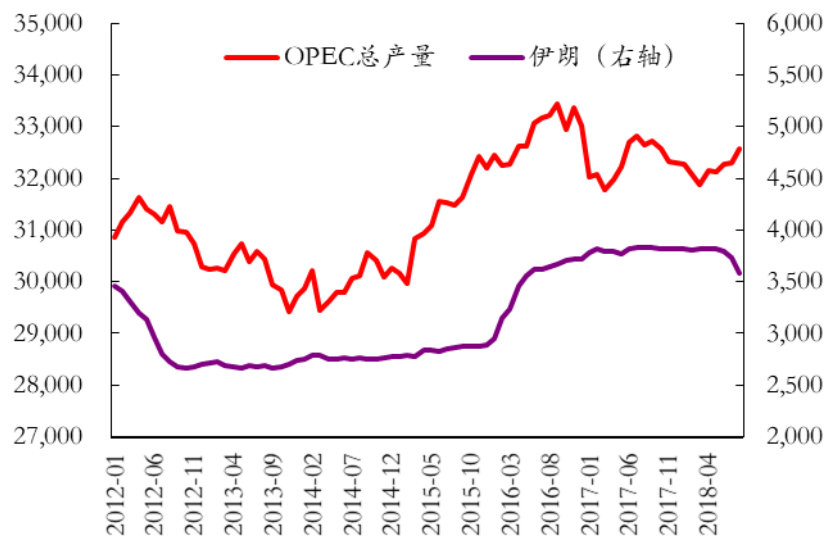


资料来源: wind, 光大证券研究所

在这样的背景下, 11月6日的中期选举价格成为国际油价目标转变分界点, 在这之前肯定会采取口头或者具体行动来使油价回落; 而11月6日之后, 制裁伊朗是美国的主要战略目标, 一定会兑现上台时的口号, 对伊朗实施制裁。

最后, 美国制裁会不会对伊朗石油出口产生实质性的影响? 根据我们2018年10月7日发布的原油周报《高油价时代的到来——原油周报第69期(20181007)》, 韩国、日本、印度和阿联酋已经宣布放弃从伊朗进口石油, 中石化也缩减9月伊朗石油进口量。无论是中国还是印度, 早就做好了暂停从伊朗进口的准备。连中国和印度都是这样, 更不要说日本韩国欧洲了, 所以伊朗原油出口的大幅下降是必然的。

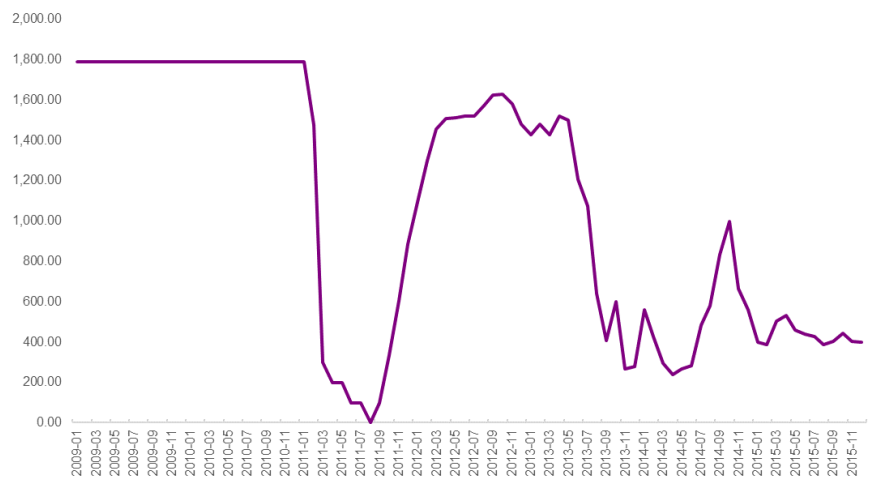
图 2: OPEC 及伊朗原油月度产量 (单位: 千桶/天)



资料来源: wind, 光大证券研究所

具体来看，伊朗的原油出口量有 240 万桶，除此之外还有 50-60 万桶凝析油的出口，所以两个叠加在一起就是 300 万桶的量。基于目前情况来看，本次制裁影响可能比之前预期更严重，所以油价往 3 位数走的概率是非常大的。市场有观点认为美国页岩油供给、经济形势不太理想等会遏制油价上涨，但是纵观历史，2012-2014 前三季度，为什么原油价格和其他大宗商品价格出现了历史性的背离？为什么油价一直在 100 多美元，其他大宗商品包括黑色、有色都回落了？就是因为两个事件：一是 2011 年的阿拉伯之春使得利比亚的出口量减少 100 万桶/天。

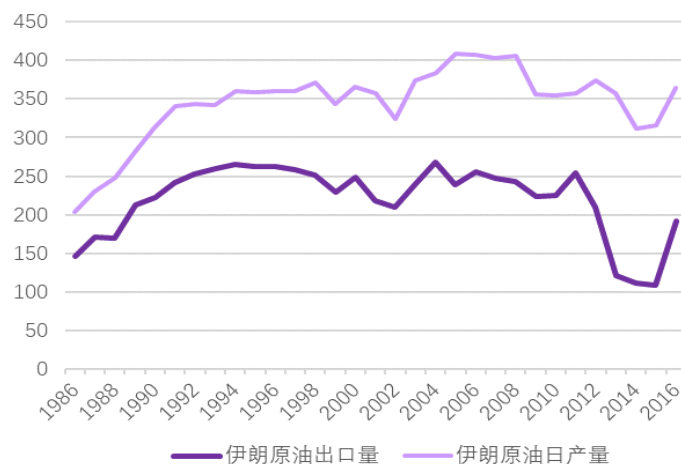
图 3：利比亚 2009-2015 年原油产量（单位：千桶/日）



资料来源：wind，光大证券研究所

二是 2012 年 7 月 1 日，美国对伊朗实施制裁，伊朗出口量减少了 100 万桶/天。根据 OPEC 数据，2012 年后，伊朗原油出口能力连年下降，由 2012 年的 210 万桶/日降至 2015 年的 108 万桶/日，三年降幅累计达 48.5%；原油产量持续下滑，由 2012 年的 374 万桶/日降至 2015 年的 315 万桶/日，三年降幅累计达 15.7%。

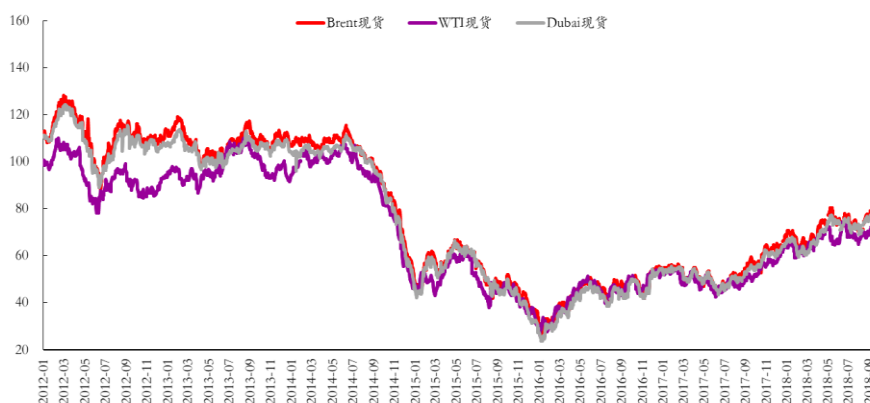
图 4：伊朗历年原油产量及出口量情况（单位：万桶/天）



资料来源：wind，光大证券研究所

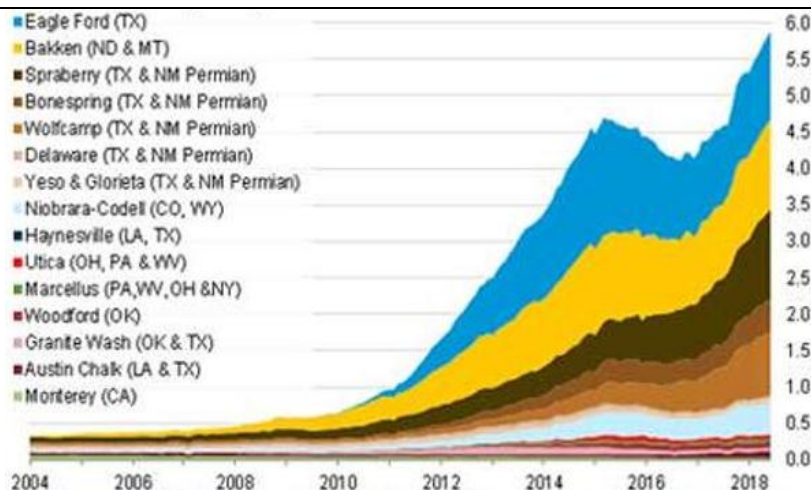
利比亚和伊朗共计 200 万桶的下降导致了原油的供应紧张，油价一直强势到了 2014 年三季度。而当时的经济形势是 2012 年的欧债危机；供给方面，页岩油在 2012-2014 年中正是蓬勃发展，每年都是 130-140 万桶/天的增长，是页岩油发展的春天。即使在这样经济形势不太行，页岩油蓬勃发展的情况下，油价依然维持在 110-120 美元/桶。所以整个伊朗 240 万桶的原油出口以及 50-60 万桶的凝析油出口的大幅下降将对油价产生的巨大影响就可想而知了。

图 5：原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：美国各盆地页岩油产量（单位：百万桶/日）



资料来源：WoodMachkenzie

油价大趋势从目前情况来看是要往三位数走，但是有个节奏的问题：11.6 美国中期选举之前，涨幅不会特别夸张，不排除有反复；但 11.6 美国中期选举之后，油价大概率要往三位数方向走，把握这个节奏是非常关键的。

## 投资建议：

从现在开始到 11.6 之前，是配置石化化工个股的黄金时间。优先关注估值低的，三季度业绩好的个股。如果时间维度拉长，配置与油价一阶相关的标的比较理想，比如上游、煤化工、轻烃裂解等板块，这些标的的业绩和油价有较强正相关关系，重点关注中石油、中石化、中海油、新奥股份、卫星石化、华鲁恒升、阳煤化工、鲁西化工等等。另外就是和油价二阶传导的标的，但二阶传导时间不能太长，就是因为这次是由地缘政治带动的油价上涨，不是供需决定的，这种供给端的因素是会发生变化的。最后一个就是民营大炼化，虽然高油价对市场化的大炼化业绩的影响是负面的，但对于恒力、荣盛等这些大炼化项目来说，因为牵扯到成品油销售的政策问题，高油价背景下，对他们来说，反而有利于他们的成品油销售，可能是好事。

## 风险提示：

中美贸易摩擦加剧，地缘政治风险，美国产量增速过快。



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；H 股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
陈捷		0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhrei@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		