

推荐 (维持)

交易因素加剧油价近期下跌

2018年11月18日

原油周观点20181118

上证指数	2679	
行业规模	占比%	
股票家数 (只)	47	1.3
总市值 (亿元)	23561	5.1
流通市值 (亿元)	22723	6.1

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.9	-5.6	-4.0
相对表现	-13.0	10.7	16.6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《石化周观点 20181111—原油大跌, 化工品价格普跌盈利下滑》2018-11-12
- 2、《原油周观点 20181111—利空充斥市场, 油价破位下跌》2018-11-11
- 3、《石油化工行业 2018 三季报总结—聚酯产业链高景气, 助推行业盈利创新高》2018-11-09

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

- **油价周线延续跌势。**本周国际原油价格延续跌势。OPEC、EIA 等机构相继发布月报, 一方面主要产油国产量继续上涨, 另一方面几大机构相继调低了 19 年的需求预测, 市场悲观情绪比较浓厚。随后沙特方面宣布将推动 OPEC+ 采取减产行动, 油价在后半周止跌并小幅回升。截至周末, 布油收 67.1 美元/桶跌 4.39%; WTI 收 57.03 美元/桶跌 5.25%; 上海原油收 466.7 元/桶跌 6.38%。周线级别连续第六周回调。
- **需求预期悲观是近期下跌主因, 但也要关注交易层面因素。**基于当前宏观经济预期整体趋于悲观, 新兴经济体经济增长乏力, 美国等主要发达经济体增速回落。国际几大组织在本月发布的月报中纷纷调低了 19 年的需求预期。OPEC 在 11 月发布的月报中继续调低 19 年世界原油需求增长预期至 129 万桶/天, 较上月预测少 7 万桶/天, 这已经是该组织 7 月以来第 4 次下调预期, 较最初的 145 万桶/天明显减少。该组织对于 19 年对 OPEC 的石油需求目标则大幅下调 50 万桶/天至 3150 万桶/天, 较当前产量少 140 万桶/天。IEA 方面则下调了新兴市场的原因需求预测, 但基于油价下跌抵消经济前期恶化影响的理由, 维持其对全球总需求的预期不变, 同时也下调了 19 年对 OPEC 原油 30 万桶/天的需求量至 3130 万桶/天。
对此, 我们认为需求的悲观预期是近期油价进一步深度回落的基本面因素, 但对于 19 年的悲观预期并非新鲜事物, 结合近期明显回落的非商业持仓数据变化, 我们认为交易层面, 尤其是大的对冲基金在油价破位下跌后的交易行为和策略也助长了跌势。
- **俄罗斯对于 OPEC+ 减产计划态度冷淡。**近期, 对于沙特方面主导的 OPEC+ 提出 2019 年减产 140 万桶/天 (有说 100 万桶/天) 的计划, 俄罗斯表示了谨慎的态度。早前, 俄总统普京表示未来将继续和 OPEC 合作, 但 70 美元左右的油价对于俄罗斯来说是完全合适的。俄罗斯方面认为现在还很难说石油市场是否存在供过于求, 其倾向于等待一段时间看市场如何演变, 而非立即投入有具体目标的减产计划。我们认为, 目前即使油价已经大幅回落, 但 18 年至今的均价水平依然大大超出令俄罗斯“满意”的水平, 寄望其积极配合 OPEC 组织新一轮的减产行动的难度可想而知。
- **美国产量继续刷新纪录。**EIA 数据显示, 11 月 9 日当周, 美国原油产量达 1170 万桶/天, 环比继续增长 10 万桶/天, 产量继续刷新历史纪录。目前 Midland 产区和 WTI 间的折价已经明显减小, 主要基于 Sunrise 管道投产计划提前至 18 年年底之影响, 后续应关注相关管道的投产进展。
- **伊朗问题关键在于美国战略目标几何。**当前美国中期选举已经出炉, 民主党成功夺回众议院多数席位。对此市场大多认为特朗普政府在下届总统选举前在国会方面面临掣肘, 强硬的对外政策难以进一步推行, 并存在较大可能将下一步施政重心转移回国内。但我们认为这并不构成美国在对伊制裁问题方面的态度将软化倒退的理由。由于美伊两国矛盾是全方位的, 对此美国国内的看法并不因党派不同而产生差异。因此, 短期采取豁免很有可能是权宜之计, 我们维持伊朗出口量下降 120-150 万桶/天观点不变, 但时间窗口将相应向后推迟两个季度。
- **原油均价仍处于中高油价区间, 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; 原油需求增速超预期下降。**

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

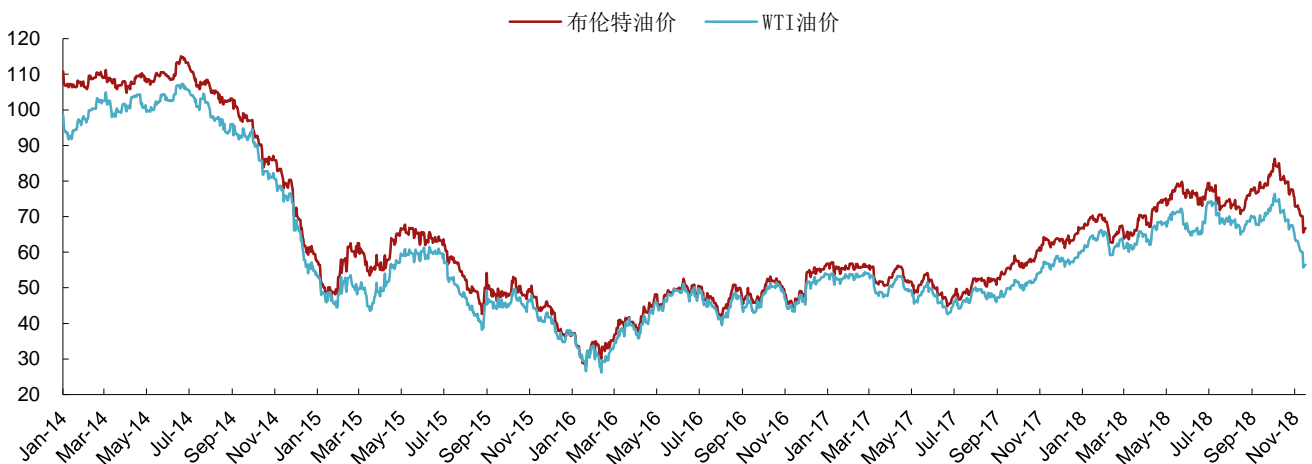
图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)	12
图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)	12
图 32: 美国汽油库存 (千桶)	13
图 33: OECD 商业库存变化 (百万桶, 总库存含原油、成品油、NGL 等)	13
图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)	13
图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)	14
图 36: 中国原油进口量 (万吨)	14
图 37: 国内汽柴油出厂价格及炼油价差 (元/吨)	14
表 1: 本周国际原油市场大事件	4
表 2: 当前非 OPEC 国家减产协议执行情况 (千桶/日)	6
表 3: 当前 OPEC 减产协议执行情况 (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
11 月 13 日	<p>OPEC 称由于全球经济放缓抑制需求，竞争对手的原油供应激增，2019 年市场对于 OPEC 的原油需求降幅要超过此前预期，其同时下调 2018 年全球石油需求预期至 9879 万桶/日。本周一沙特表示，将在 12 月减产 50 万桶/日。</p> <p>在月报中，OPEC 预计 2019 年对 OPEC 的石油需求为 3150 万桶/日，这比两个月前的预测减少了 50 万桶/日，比目前的产量少了 140 万桶/日。其同时预计 2019 年非 OPEC 石油供应增长 120 万桶/日，下调 2018 年全球石油需求预期至 9879 万桶/日。</p> <p>OPEC 同时表示，到 2019 年，非欧佩克成员国的石油日产量将增加 223 万桶，比此前预计的每天 12 万桶，远远超过全球需求的增长。</p>
11 月 14 日	<p>国际能源署 (IEA) 周三表示，全球石油供应正在迅速增长，2019 年全球石油供应将超过需求，其上调非 OPEC 国家原油产量，下调新兴市场明年原油需求预期。此前一天 OPEC 下调明年全球石油需求预期。</p> <p>在供应端，IEA 称，全球原油供应增长正在迅速增长，“沙特阿拉伯、俄罗斯和美国创纪录的石油产量抵消了伊朗和委内瑞拉的下降”。其将 2018 年 2019 年非 OPEC 石油产量增长预估分别上调至 240 万桶/日和 190 万桶/日，之前预估为 220 万和 180 万桶。预计美国今年石油供给增长 210 万桶/日，明年将增长 130 万桶/日。</p>
11 月 15 日	<p>在高盛看来，这一轮暴跌纯粹是技术因素驱动，并非由于基本面情况恶化。高盛首席商品策略师 Jeffrey Curie 在报告中表示，首要原因是动量交易策略推动的持续抛售，其次则在于商品互换交易员在油价连续下跌的情况下出于风险管理需求而不断抛售原油期货。</p> <p>和高盛这一观点类似的是，还有人指出，这次暴跌背后的推手可能是某个对冲基金“巨鲸”，它此前疯狂做多原油同时做空天然气，但是押注方向和市场走势完全相反，结果为了止损而在过去两周内对这一交易策略进行平仓，导致了如今的结果。</p>
11 月 16 日	<p>美国能源信息署数据显示，美国 11 月 9 日当周 EIA 原油库存增加 1027 万桶，连续第八周增长，创 2017 年 2 月份以来最大单周增幅，至 2017 年 12 月前期以来新高，预期增加 320 万桶，前值增加 578.3 万桶。</p>

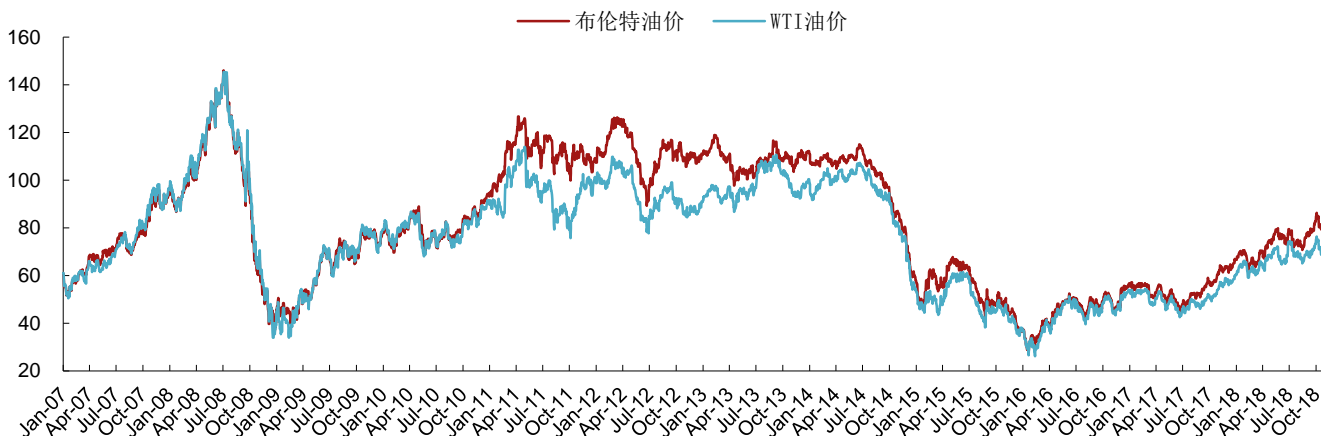
资料来源：华尔街见闻，卓创资讯

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



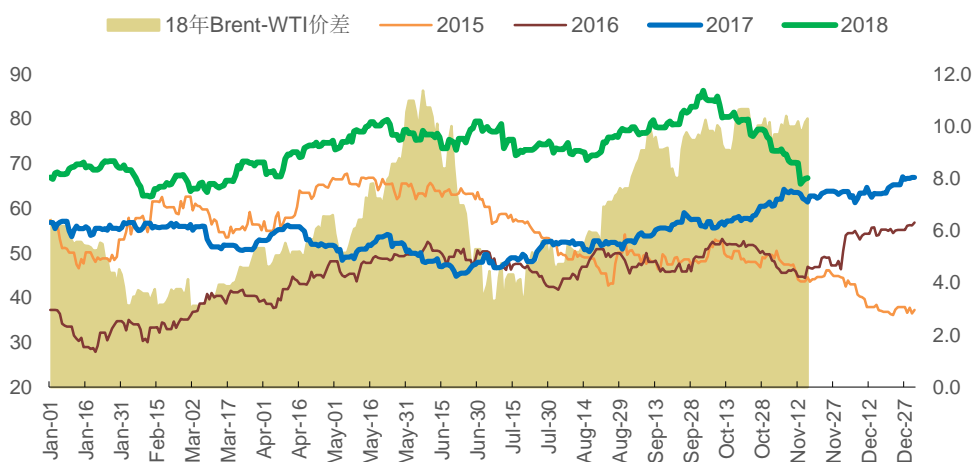
资料来源：Wind

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



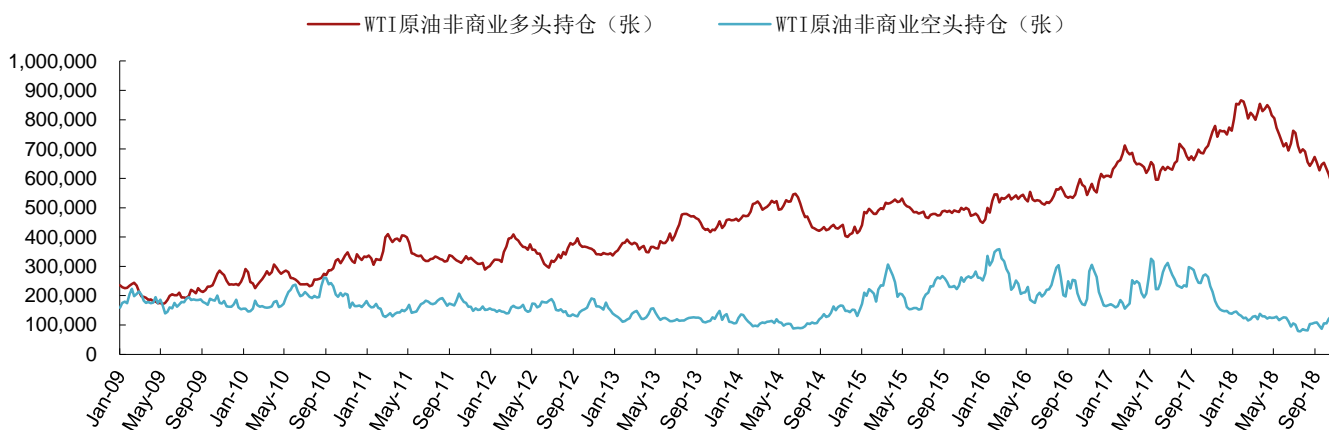
资料来源: Wind

图 3: 近四年布伦特原油价格走势及 18 年 B-W 价差 (美元/桶)



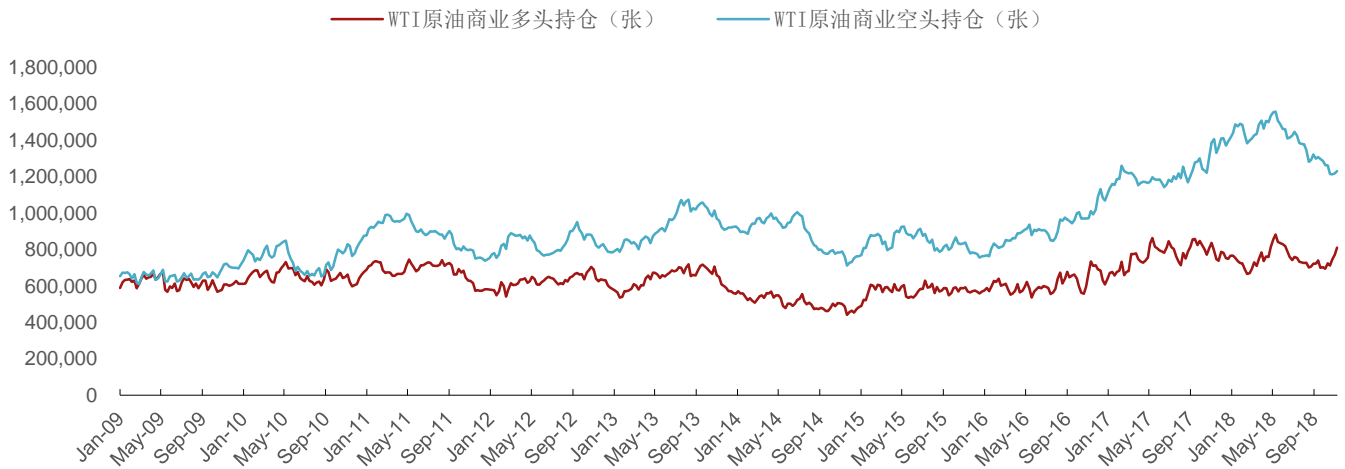
资料来源: Wind

图 4: WTI 原油非商业多头空头持仓



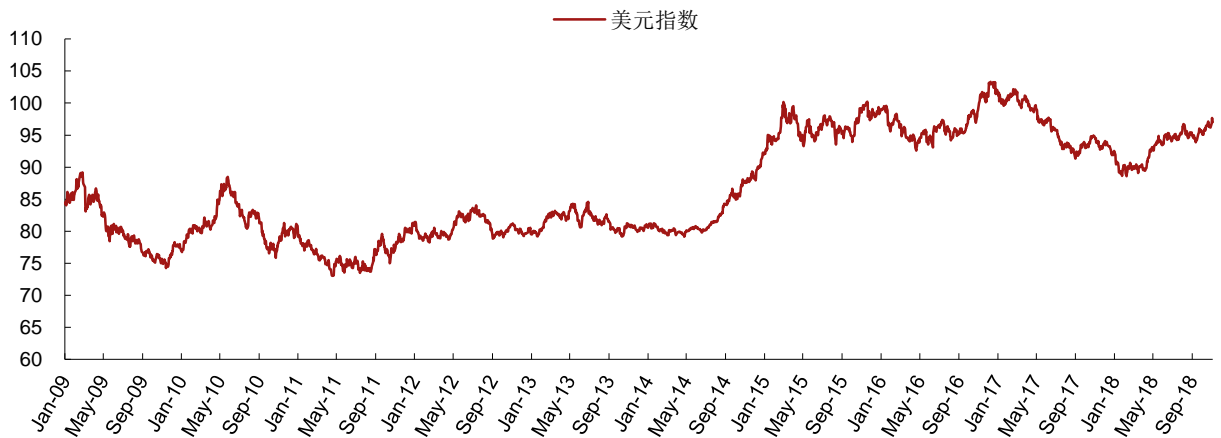
资料来源: Wind

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	8 月产量	9 月产量	8 月减产完成率	9 月减产完成率	备注
Russia	11,597	-300	11,297	11,590	11,740	2%	-48%	
Azerbaijan	815	-35	780	780	800	100%	43%	
Kazakhstan	1,805	-20	1,785	1,770	1,840	175%	-175%	基准产量为 11 月
Mexico	2400	-100	2,300	2060	2040	340%	360%	
Oman	1020	-45	975	980	980	89%	89%	
Others	1,223	-46	1,177	1,280	1,290	-124%	-146%	
Total	18,860	-546	18,314	18,460	18,690	73%	31%	

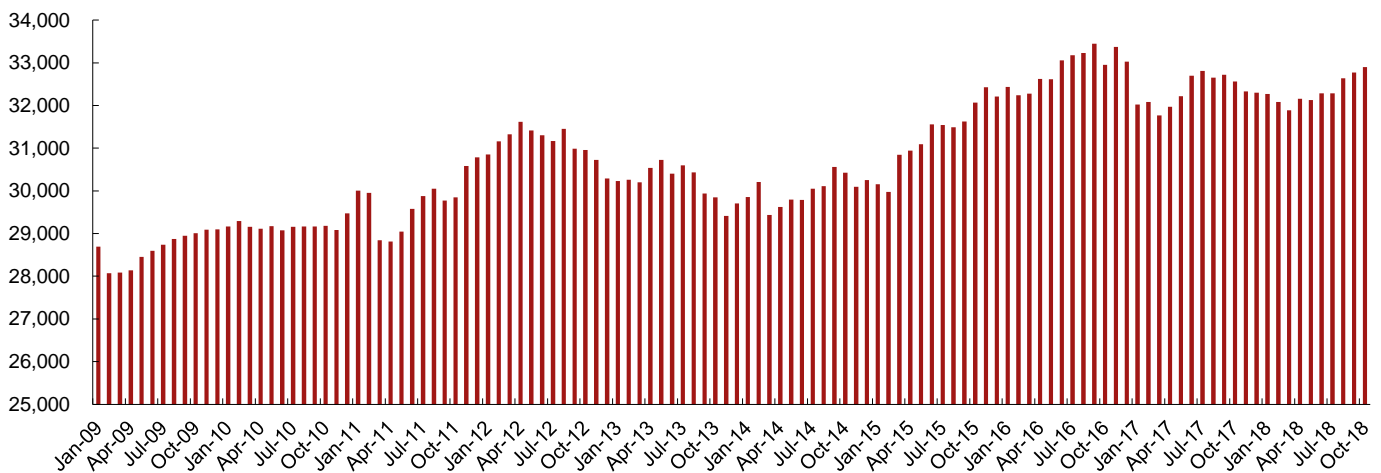
资料来源: IEA 10 月月报

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	9月产量	10月产量	9月减产完成率	10月减产完成率	备注
Algeria	1,089	-50	1,039	1,057	1,054	64%	70%	
Angola	1,751	-78	1,673	1,512	1,533	306%	279%	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	528	525	77%	88%	
Gabon	202	-9	193	184	186	200%	178%	
IR Iran	3,709	90	3,799	3,452	3,296	-286%	459%	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	4,654	4,653	-44%	-44%	
Kuwait	2,838	-131	2,707	2,797	2,764	31%	56%	
Libya				1054	1114	-	-	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				1,768	1,751	-	-	同上
Qatar	648	-30	618	595	609	177%	130%	
Saudi Arabia	10,544	-486	10,058	10,502	10,630	9%	-18%	
UAE	3,013	-139	2,874	3,018	3,160	-4%	-106%	
Venezuela	2,067	-95	1,972	1,211	1,171	901%	943%	
合计	30,970	-1,164	29,806	29,510	29,581	125%	119%	

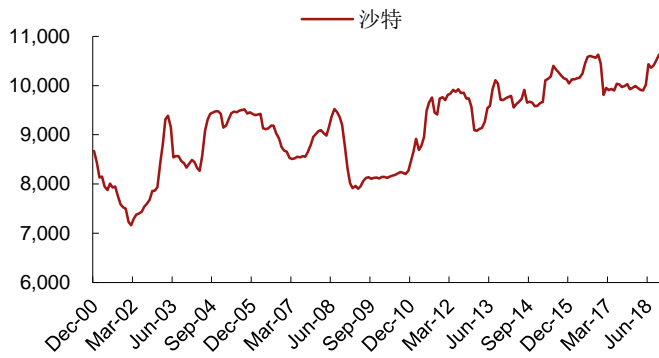
资料来源: OPEC 11 月月报, 招商证券

图 7: 欧佩克国家的原油产量 (千桶/日)



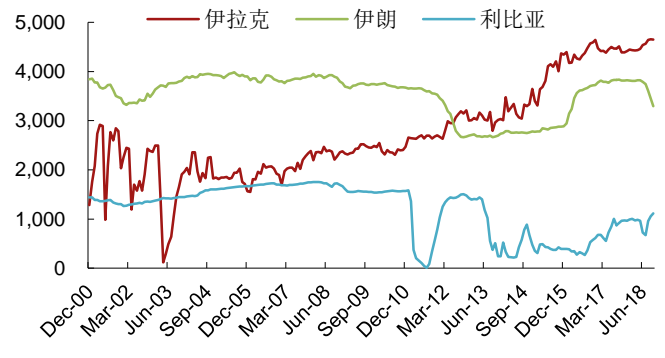
资料来源: Wind

图 8: 沙特原油产量 (千桶/日)



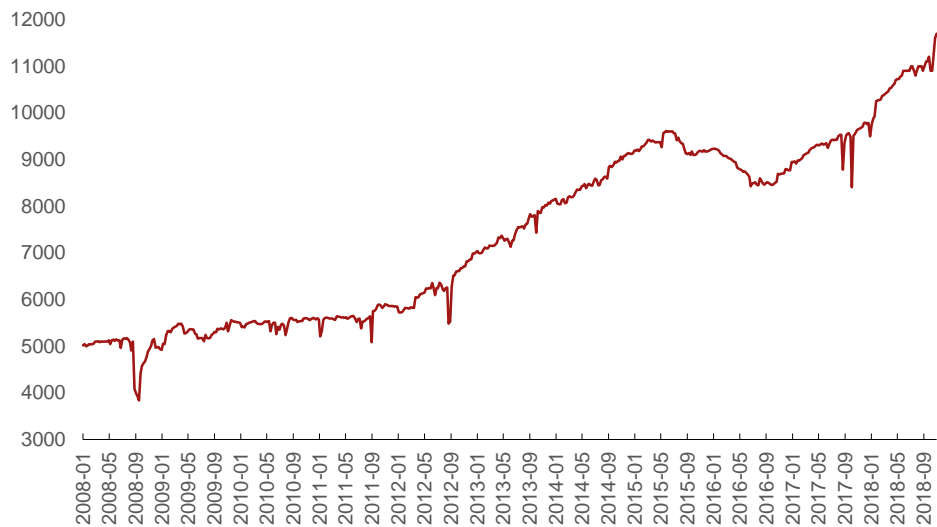
资料来源: Wind

图 9: 伊拉克、伊朗、利比亚原油产量 (千桶/日)



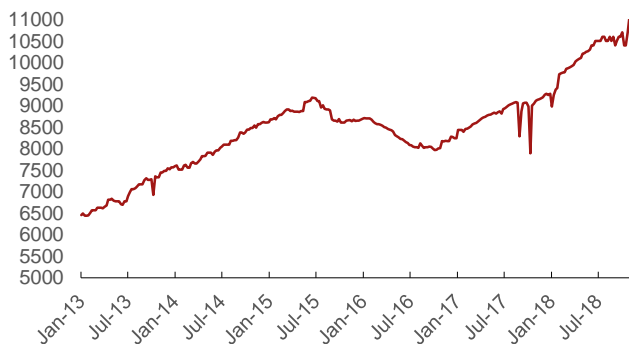
资料来源: Wind

图 10: 2007 年至今美国原油产量 (千桶/天)



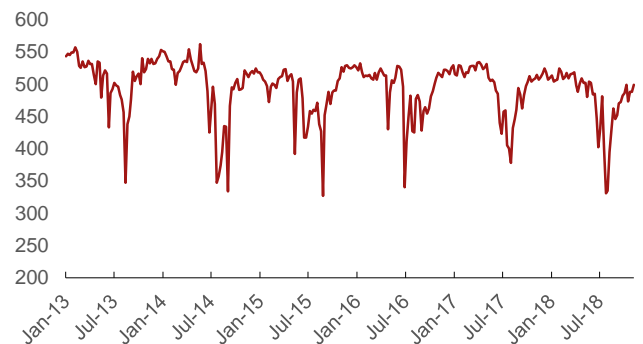
资料来源: EIA

图 11: 美国本土 48 州原油产量 (千桶/天)



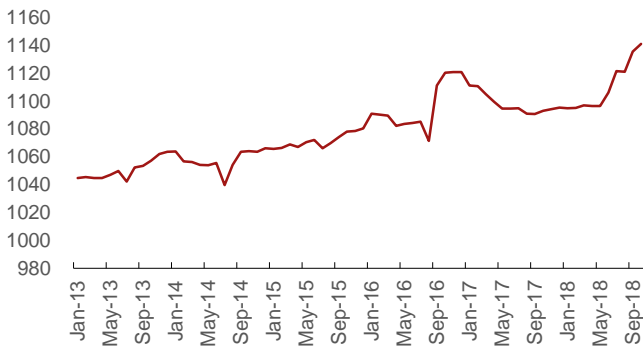
资料来源: EIA

图 12: 美国阿拉斯加州原油产量 (千桶/天)



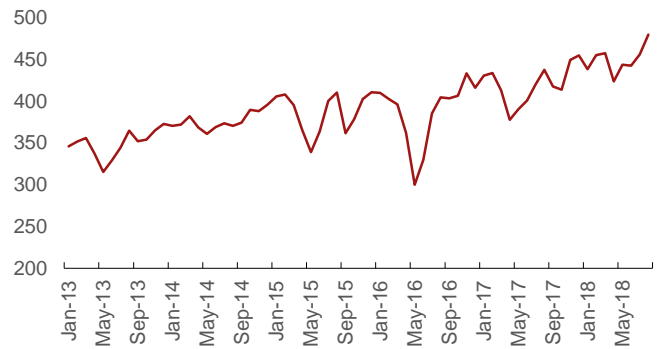
资料来源: EIA

图 13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



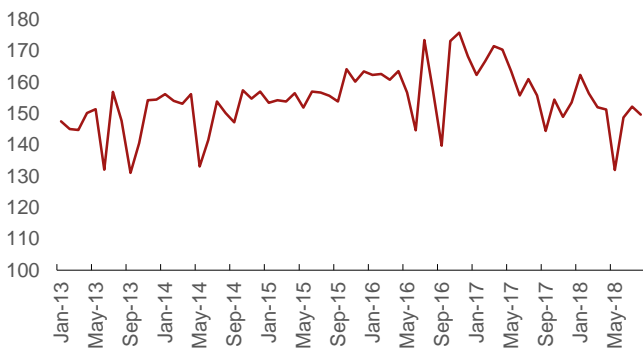
资料来源: 俄能源部

图 14: 加拿大原油产量 (万桶/日)



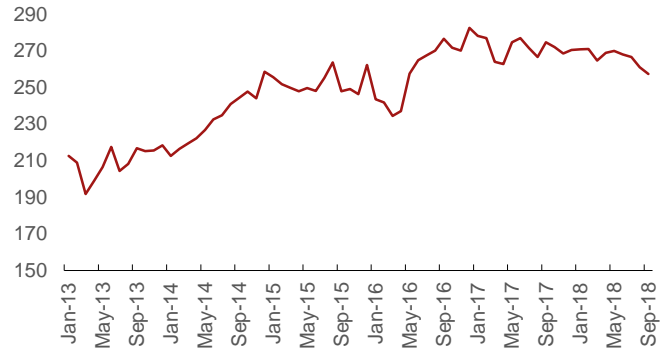
资料来源: 加拿大统计部门

图 15: 挪威原油产量 (万桶/日)



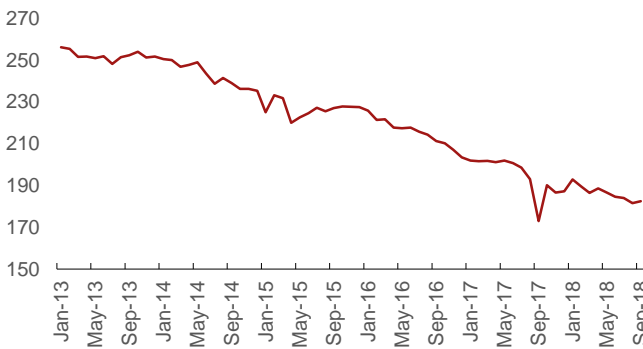
资料来源: 挪威石油管理局

图 16: 巴西原油产量 (万桶/日)



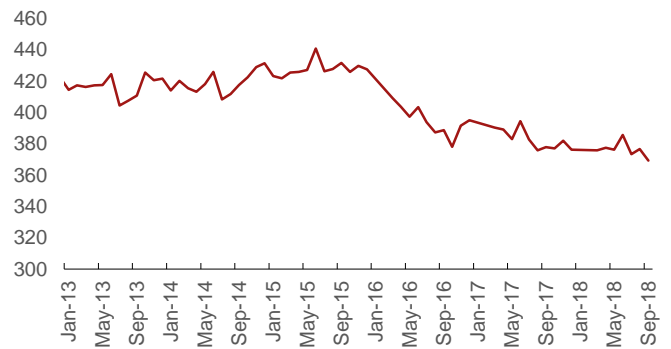
资料来源: 巴西国家石油局

图 17: 墨西哥原油产量 (万桶/日)



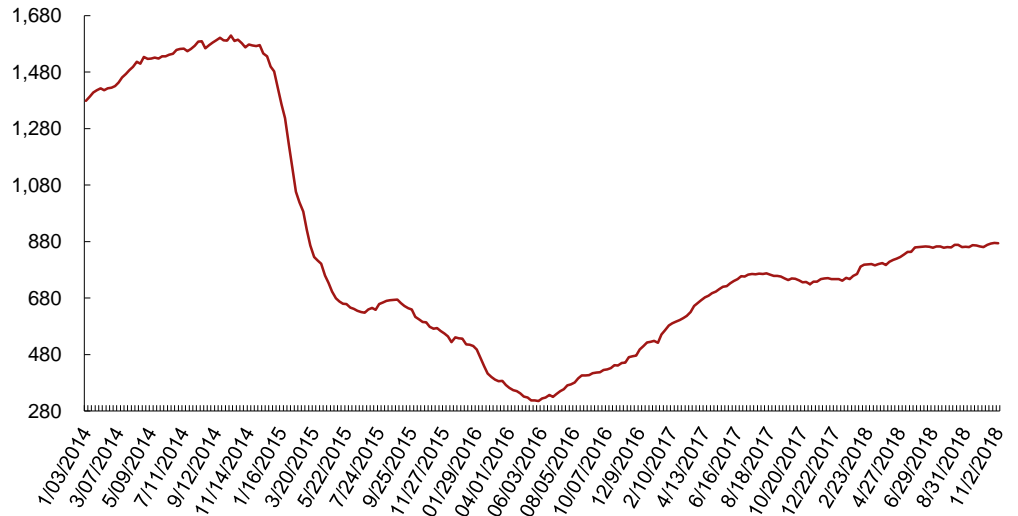
资料来源: PEMEX

图 18: 中国原油产量 (万桶/日)



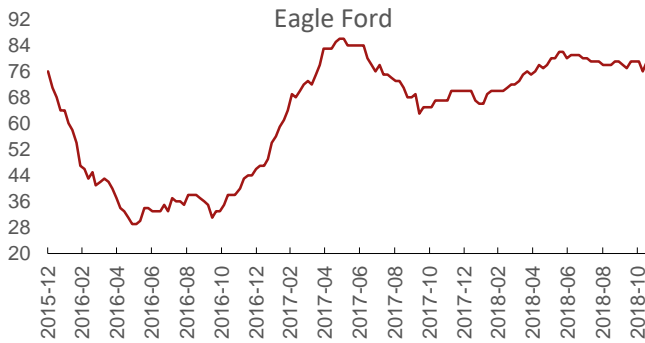
资料来源: Wind

图 19: 美国原油钻机数量



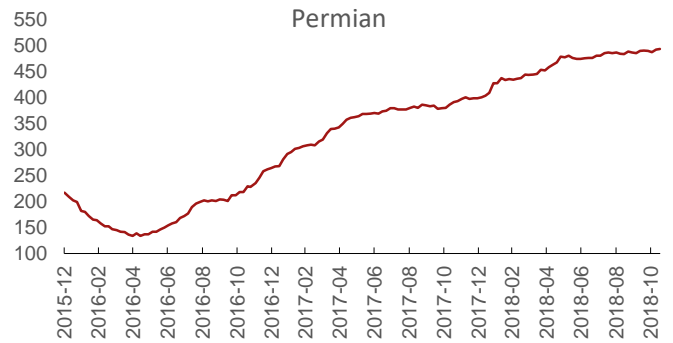
资料来源: 贝克休斯

图 20: Eagle Ford 盆地钻机数 (台)



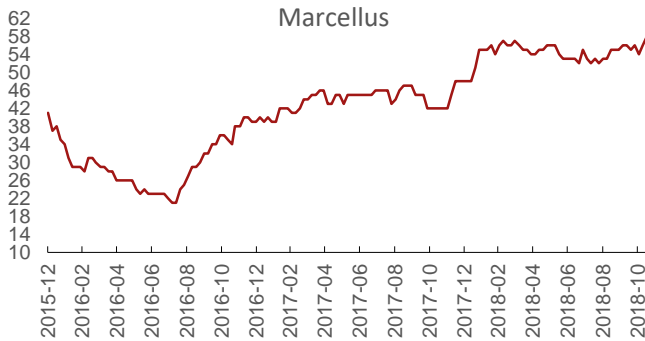
资料来源: 贝克休斯

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)



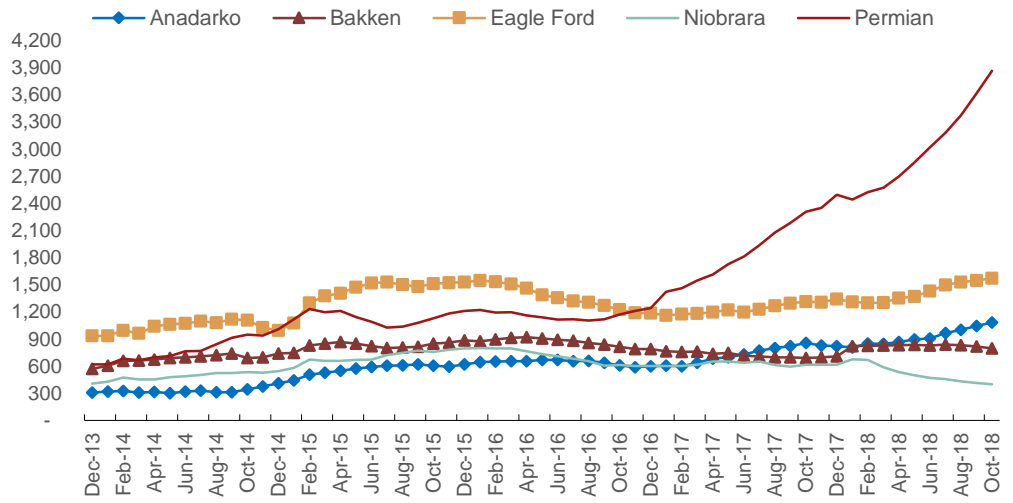
资料来源: 贝克休斯

图 23: Williston (Bakken) 盆地钻机数 (台)



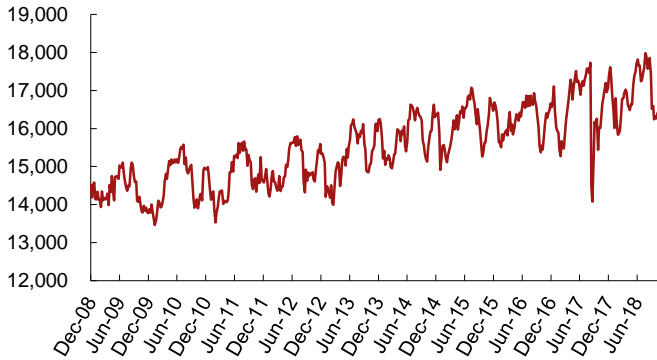
资料来源: EIA

图 24: 美国主要页岩盆地 DUC 数量



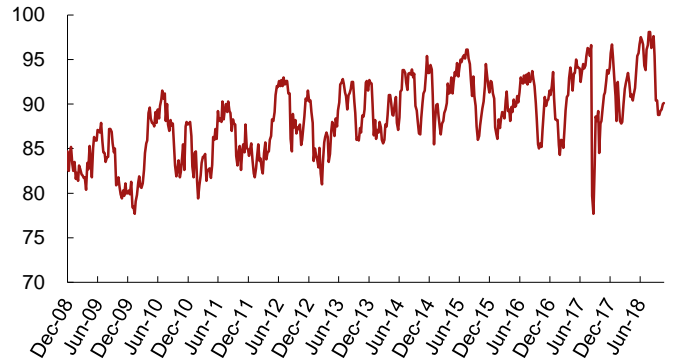
资料来源: EIA

图 25: 美国原油消费量 (千桶/天)



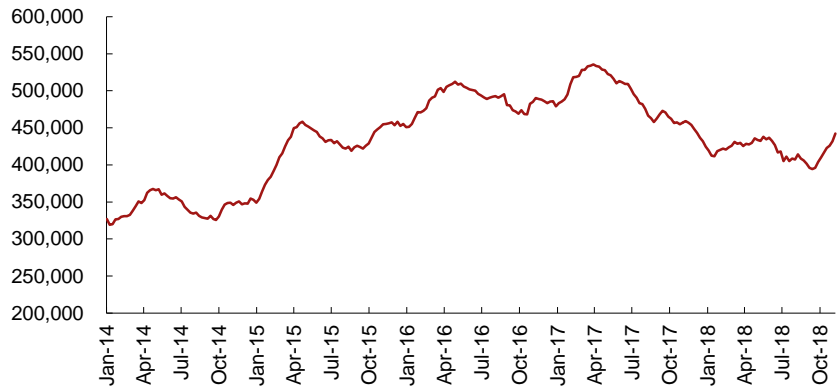
资料来源: EIA

图 26: 美国炼厂开工率 (%)



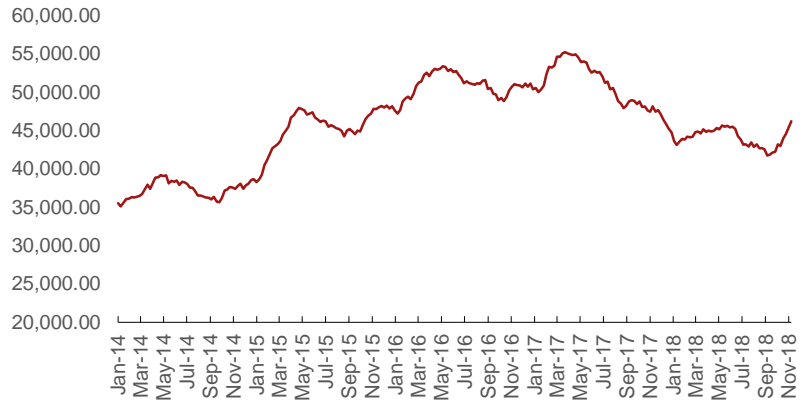
资料来源: EIA

图 27: 美国商业原油库存 (EIA, 千桶)



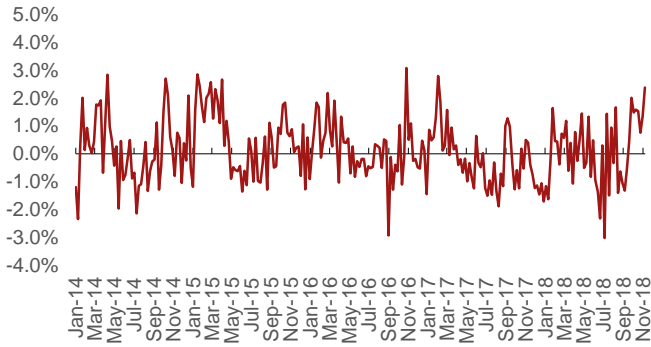
资料来源: EIA

图 28: 美国商业原油库存 (API, 千桶)



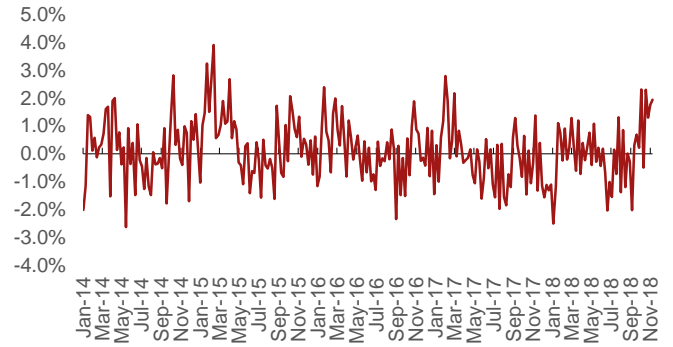
资料来源: API

图 29: 美国商业原油库存周环比 (EIA)



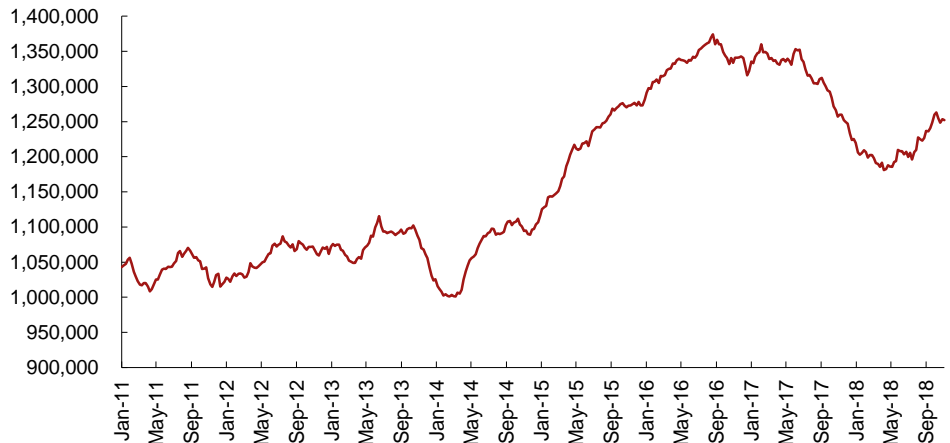
资料来源: EIA

图 30: 美国商业原油库存周环比 (API)



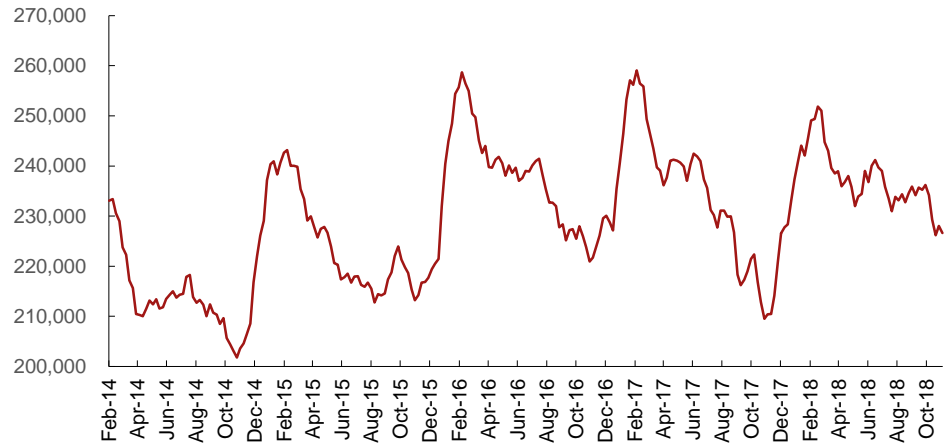
资料来源: API

图 31: 美国原油和石油产品库存 (不包括战略储备, 千桶)



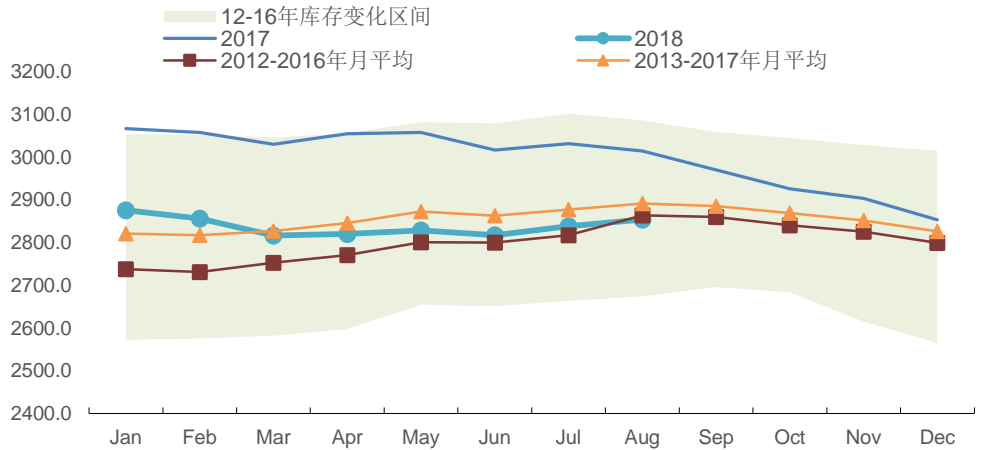
资料来源: EIA

图 32: 美国汽油库存 (千桶)



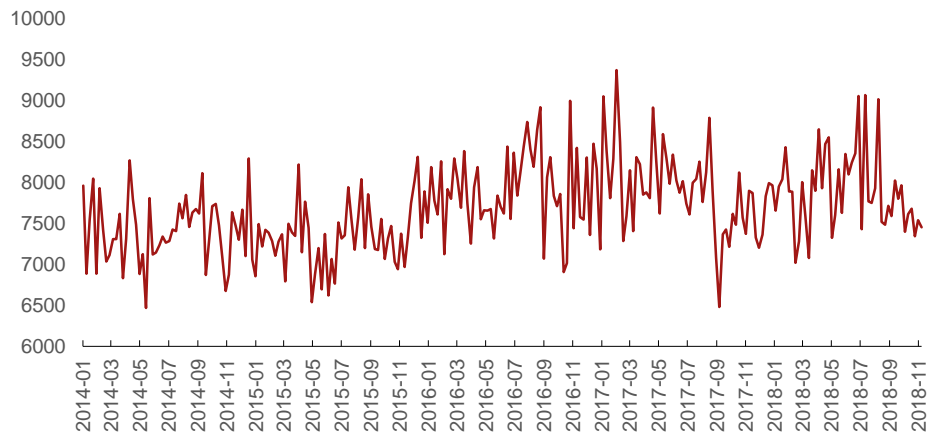
资料来源: EIA

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



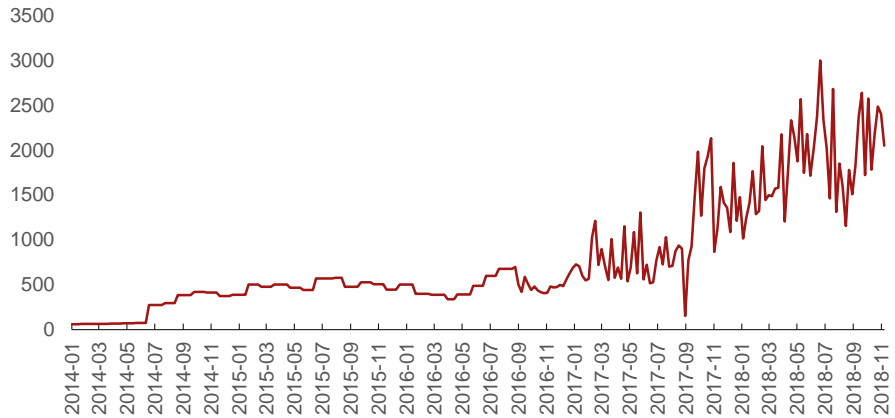
资料来源: IEA

图 34: 美国原油进口量 (千桶/天)



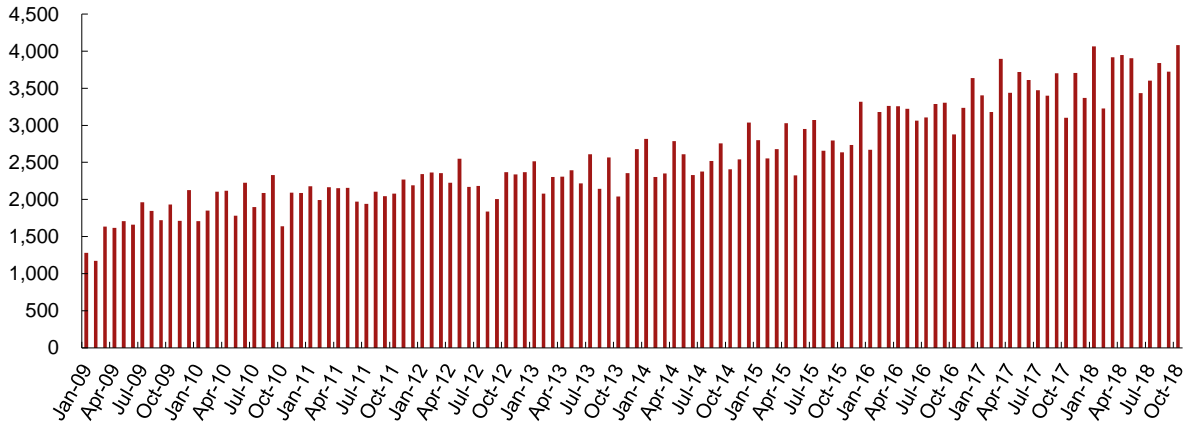
资料来源: Wind

图 35: 美国原油出口量 (千桶/天)



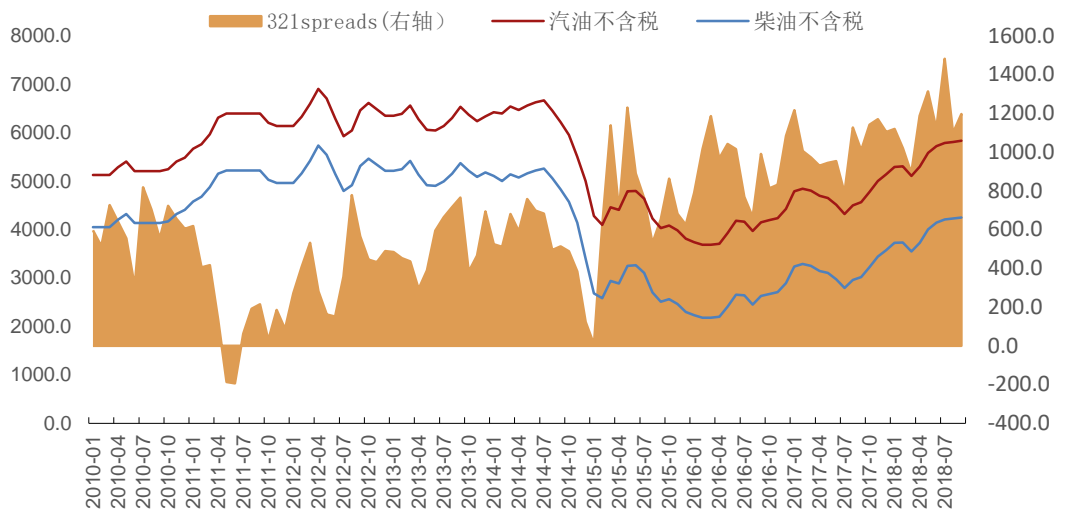
资料来源: Wind

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。