



Research and
Development Center

每周油记：真减产？假减产？

石油开采行业周报

2019年1月4日

郭荆璞	能源行业首席分析师
许隽逸	研究助理
陈淑娴	研究助理
洪英东	研究助理

证券研究报告

行业研究——周报

石油开采行业



资料来源：信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013

联系电话: +86 10 83326789

邮箱: guojingpu@cindasc.com

许隽逸 研究助理

联系电话: +86 10 83326709

邮箱: xujunyi@cindasc.com

陈淑娴 研究助理

联系电话: +86 10 83326791

邮箱: chenshuxian@cindasc.com

洪英东 研究助理

联系电话: +86 10 83326702

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

每周油记：真减产？假减产？

2019 年第一期专题报告

2019 年 1 月 4 日

本期内容提要：

- **【信达大炼化指数】**自 2017 年 9 月 4 日至 2019 年 1 月 3 日,信达大炼化指数涨幅为 15.27%,同期石油加工行业指数涨幅为-23.66%,沪深 300 指数涨幅为-22.9%。我们以石油加工行业报告《与国起航,石化供给侧结构性改革下的大道红利》的发布日(2017 年 9 月 4 日)为基期,以 100 为基点,以荣盛石化(002493.SZ)、桐昆股份(601233.SH)、恒力股份(600346.SH)、恒逸石化(000703.SZ)为成分股,将其市值调整后等权重平均,编制信达大炼化指数。
- 根据彭博 2019 年 1 月最新调查数据显示,2018 年 12 月,OPEC 原油产量较 2018 年 11 月下降 53 万桶/日,创 2017 年 1 月以来 OPEC 原油产量最大单月降幅。其中,最主要的原油产量下降来自沙特。受此消息影响,2019 年 1 月 2 日,Brent 原油和 WTI 原油均上涨超过 2%。
- 在 2018 年 12 月 7 日的 OPEC 会议上,OPEC 和 NON-OPEC 达成一致将于 2019 年 1 月-6 月共同减产 120 万桶/日,其中沙特将于 2019 年 1 月一次性减产 40 万桶/日。沙特在 2018 年 12 月减产近 40 万桶/日似乎已经提前完成了减产目标。但是 2018 年 11 月,沙特原油产量创下历史最高达到 1101 万桶/日,较 2018 年 10 月增加 38 万桶/日。因此,沙特 2018 年 12 月的减产仅仅是使得沙特原油产量回到 2018 年 10 月的水平,这一产量还将超过过去 5 年 12 月沙特原油产量的最高值。沙特如果要严格执行减产,2019 年 1 月仍需继续减产约 40 万桶/日。
- 从直接影响全球原油供应的原油出口数据来看,根据我们持续跟踪的卫星数据显示,2018 年 12 月,沙特原油出口较 11 月下降 37 万桶/日至 751 万桶/日,但仍高于过去 5 年 12 月沙特原油出口的最高值。根据彭博 2018 年 12 月 13 日报道,沙特拟将 2019 年 1 月原油出口减少至约 700 万桶/日,但这仍将是过去 5 年沙特 1 月原油出口的最高水平。
- 我们认为,虽然沙特 2018 年 12 月大幅减产并减少出口,但由于减产基准量在 2018 年下半年增产的过程中被抬高,并且沙特 2018 年 11 月仍然大幅增产,因此,沙特 2018 年 12 月的减产仅能在短期内提振油价信心。对于 2019 年 1 季度而言,OPEC 和 NON-OPEC 达成的 120 万桶/日的减产目标力度有限,以沙特和俄罗斯为主的 OPEC 和 NON-OPEC 主要产油国需要超预期执行减产,才有可能真正缓解原油供应过剩的格局。
- WTI 原油价格为 47.09 美元/桶,布伦特原油价格为 55.95 美元/桶;天然气价格为 2.945 美元/百万英热单位。(注:最新收盘价)
- **风险因素:**地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰。

目录

信达大炼化指数最新走势.....	2
真减产？假减产？	3

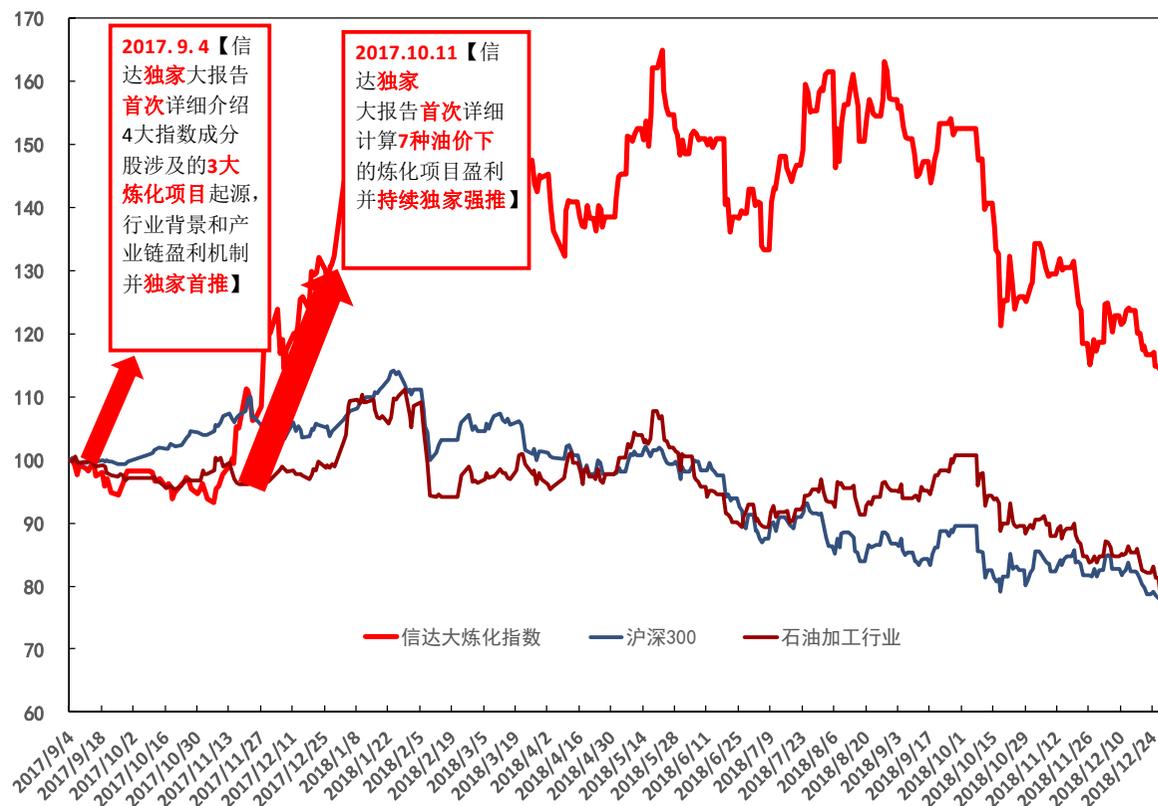
图目录

图表 1: 信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深 300 指数的市场表现 (2017.9.4-2019.1.3)	2
图表 2: OPEC 原油产量 (千桶/日)	3
图表 3: Brent 和 WTI 原油价格 (美元/桶)	3
图表 4: 沙特原油产量与五年产量范围 (千桶/日)	4
图表 5: 沙特原油产量与两次减产目标对比 (千桶/日)	5
图表 6: 2017 年 1 月至 2018 年 10 月 OPEC 和 NON-OPEC 减产协议国的减产率 (%) .6	
图表 7: 沙特原油出口和五年范围 (千桶/日)	7

信达大炼化指数最新走势

自 2017 年 9 月 4 日至 2019 年 1 月 3 日，信达大炼化指数涨幅为 15.27%，同期石油加工行业指数涨幅为 -23.66%，沪深 300 指数涨幅为 -22.9%。我们以石油加工行业报告《与国起航，石化供给侧结构性改革下的大道红利》的发布日期（2017 年 9 月 4 日）为基期，以 100 为基点，以 2017 年 10 月 11 日石油加工行业报告《改革护航的腾飞式盈利：4 大民营石化巨头必逆袭！》中详细计算炼化盈利能力的 3 大炼化一体化项目所相关的四家上市公司荣盛石化（002493.SZ）、桐昆股份（601233.SH）、恒力股份（600346.SH）、恒逸石化（000703.SZ）为成分股，将其市值调整后等权重平均，编制信达大炼化指数，详情请见 2017 年 11 月 21 日石油加工行业专题报告《信达大炼化指数：坚定陪伴 4 大民营石化巨头业绩腾飞！》和 2018 年 2 月 9 日发布的每周油记《油价要跌破 50？中国拉动百万桶需求！》。

图表 1：信达大炼化指数相对石油加工行业指数和沪深 300 指数的市场表现（2017.9.4-2019.1.3）

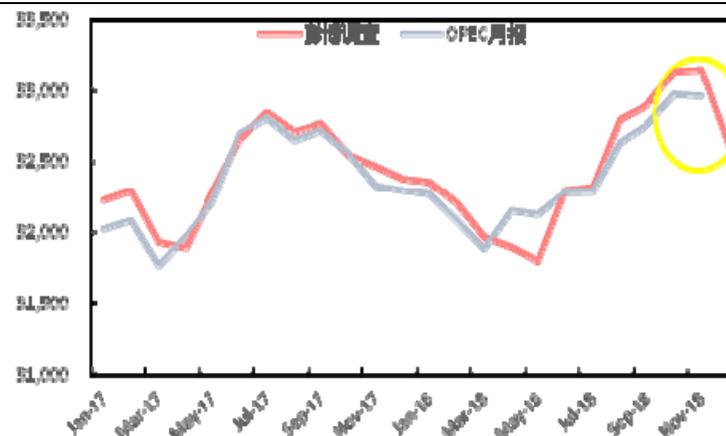


资料来源：万得，信达证券研发中心 注：收盘价采用 2019 年 1 月 3 日

真减产？假减产？

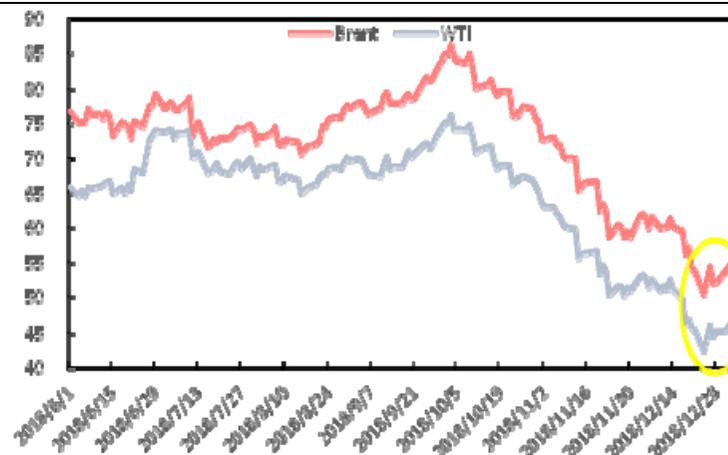
根据彭博 2019 年 1 月最新调查数据显示，2018 年 12 月，OPEC 原油产量较 2018 年 11 月下降 53 万桶/日，创 2017 年 1 月以来 OPEC 原油产量最大单月降幅。其中，最主要的原油产量下降来自沙特，彭博调查数据显示，沙特原油产量下降 42 万桶/日至 1065 万桶/日。受此消息影响，2019 年 1 月 2 日，Brent 原油和 WTI 原油均上涨超过 2%。

图表 2: OPEC 原油产量 (千桶/日)



资料来源: OPEC, 彭博, 信达证券研发中心

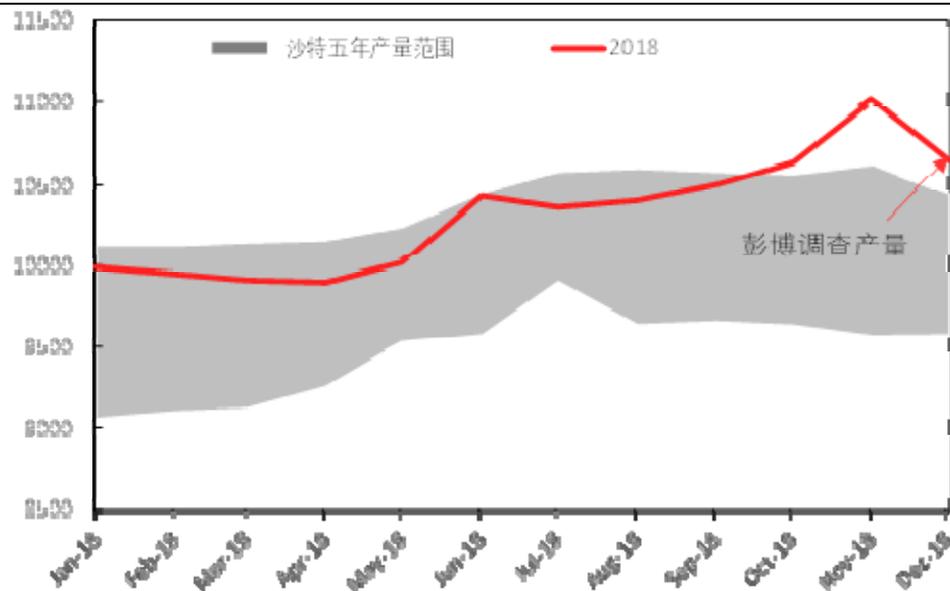
图表 3: Brent 和 WTI 原油价格 (美元/桶)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

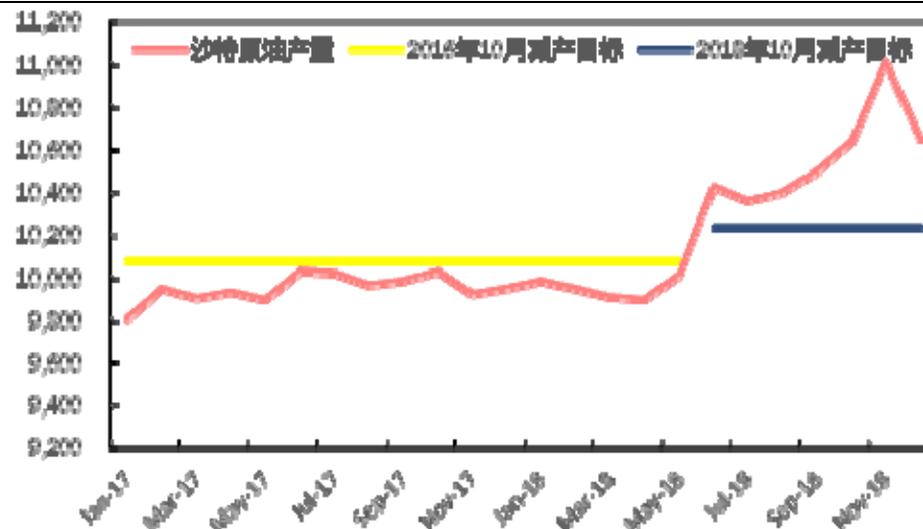
在 2018 年 12 月 7 日的 OPEC 会议上，OPEC 和 NON-OPEC 达成一致将于 2019 年 1 月-6 月共同减产 120 万桶/日，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 减产 40 万桶/日，减产基准为 2018 年 10 月，其中沙特将于 2019 年 1 月一次性减产 40 万桶/日。沙特在 2018 年 12 月减产近 40 万桶/日似乎已经提前完成了减产目标。但是根据 OPEC 月报数据，2018 年 11 月，沙特原油产量创下历史最高达到 1101 万桶/日，较 2018 年 10 月增加 38 万桶/日。因此，尽管 2018 年 12 月沙特原油产量单月下降约 40 万桶/日至 1065 万桶/日，但这仅仅是使得沙特原油产量回到 2018 年 10 月的水平，而这一产量还将超过过去 5 年 12 月沙特原油产量的最高值。沙特如果要严格执行减产，2019 年 1 月仍需继续减产约 40 万桶/日。

图表 4: 沙特原油产量与五年产量范围 (千桶/日)



资料来源: OPEC, 彭博, 信达证券研发中心

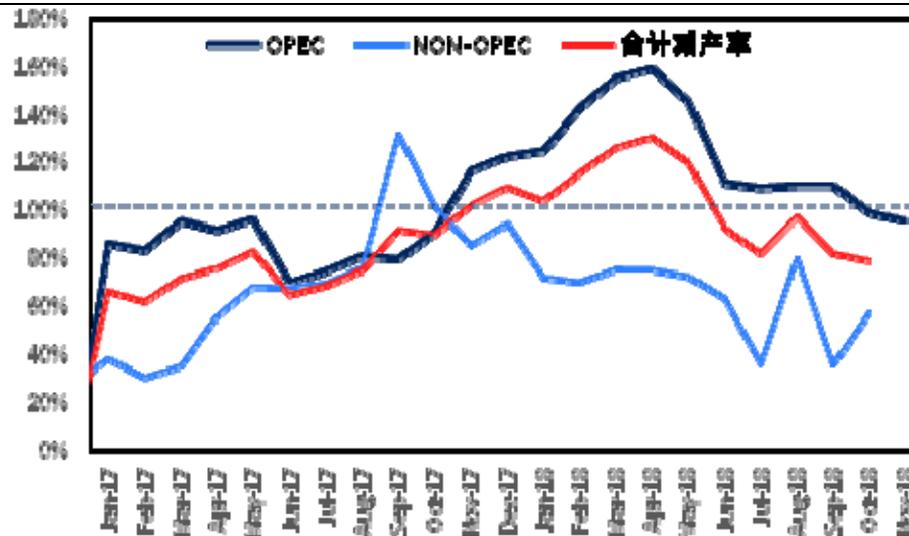
图表 5: 沙特原油产量与两次减产目标对比 (千桶/日)



资料来源: OPEC, 彭博, 信达证券研发中心

我们在 2018 年 3 月 2 日的原油分析报告《沙特推动油价暴涨? 手法大起底!》中指出,“自 2016 年 10 月 OPEC 决定减产以来, 沙特一直是减产执行力度最大的国家”。而随着 2018 年 6 月, OPEC 决定增产使得减产执行率从 152% 降至 100% 以来, 沙特也是增产最多的国家。2018 年 5 月至 2018 年 11 月, 沙特增产约 100 万桶/日。因此自 2018 年 6 月以来, OPEC 和 NON-OPEC 的减产执行率大幅下降, 2018 年 10 月, OPEC 减产执行率已经低于 100%, 而 OPEC 和 NON-OPEC 的综合减产率自 2018 年 6 月就已经低于 100%。

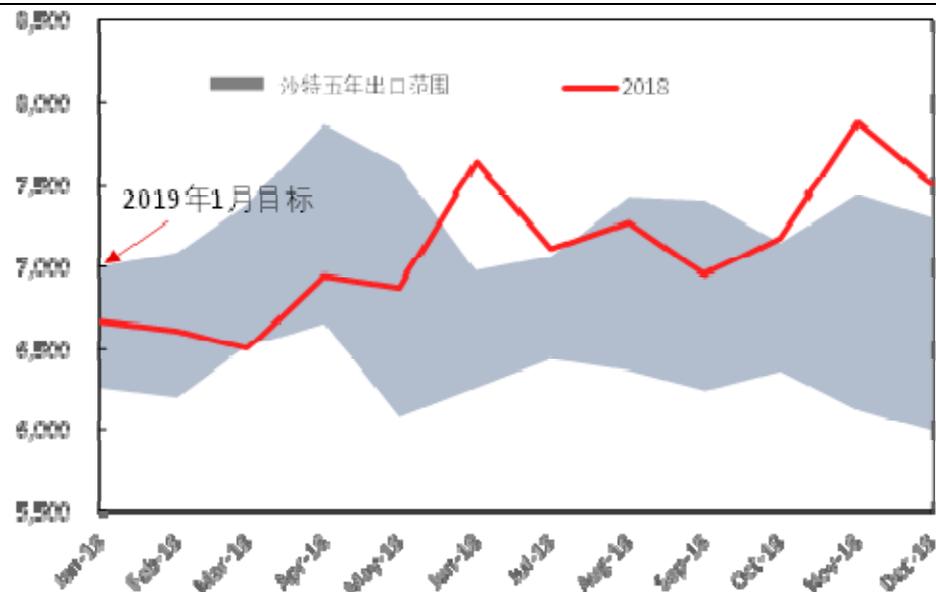
图表 6: 2017 年 1 月至 2018 年 10 月 OPEC 和 NON-OPEC 减产协议国的减产率 (%)



资料来源: OPEC, 彭博, 信达证券研发中心

另一方面, 从直接影响全球原油供应的原油出口数据来看, 根据彭博调查的数据, 2018 年 12 月沙特原油出口也随着产量下降, 较 2018 年 11 月减少 46 万桶/日。而根据我们持续跟踪的卫星数据显示, 2018 年 12 月, 沙特原油出口较 11 月下降 37 万桶/日至 751 万桶/日。但仍高于过去 5 年 12 月沙特原油出口的最高值。根据彭博 2018 年 12 月 13 日报道, 沙特拟将 2019 年 1 月原油出口减少至约 700 万桶/日, 较 2018 年 11 月下降约 100 万桶/日, 但这仍将是过去 5 年沙特 1 月原油出口的最高水平。

图表 7: 沙特原油出口和五年范围 (千桶/日)



资料来源: Clipperdata, 彭博, 信达证券研发中心

我们认为, 虽然沙特 2018 年 12 月大幅减产并减少出口, 但由于减产基准量在 2018 年下半年增产的过程中被抬高, 并且沙特 2018 年 11 月仍然大幅增产, 因此, 沙特 2018 年 12 月的减产仅能在短期内提振油价信心。对于 2019 年 1 季度而言, OPEC 和 NON-OPEC 达成的 120 万桶/日的减产目标力度有限, 以沙特和俄罗斯为主的 OPEC 和 NON-OPEC 主要产油国需要超预期执行减产, 才有可能真正缓解原油供应过剩的格局。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

许隽逸博士，浙江大学化工和生物工程系学士，美国南加州大学石油化工系博士（首位获得 George V. Chilingar 石油工程奖的华人）。14 年石油化工行业研究和投资经验。国际石油工程师协会 SPE 会员（2008 至今）。国务院发展研究中心《中国气体清洁能源发展报告 2015》编委，莫干山会议 30 周年能源环境组报告专家，《2015 联合国南南合作可持续发展高级别论坛》特邀主题报告专家。曾任美国能源公司（Energy Corporation of America, ECA）技术首席，跨国合资工程主管。2016 年 10 月加入信达证券，从事石油化工行业研究。

陈淑娴，北京大学数学科学学院（SMS）金融数学系学士，北京大学国家发展研究院（CCER）经济学双学士和西方经济学硕士。2017 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工行业研究。

洪英东，清华大学工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事中小企业和石油化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。