

美国对委内瑞拉制裁影响重油供给

——IEA2019年2月月报点评

行业简报

事件：

2019年2月13日，IEA公布月报，对全球原油供应和需求进行了披露。

核心观点：

- ◆ IEA认为，2018年全球原油需求的增速依旧稳健，2018年第四季度原油需求增长强劲，同比增速达到140万桶/日。2018年全年原油需求的增速达到130万桶/日。来自中国（44万桶/日）、印度（21万桶/日）和美国（54万桶/日）的需求增量，总共贡献了119万桶/日。
- ◆ IEA对2019年全球石油需求增长的预期维持不变，依旧为140万桶/日。这是由于较低的油价以及中国和美国大型的炼化项目的启动带来原油需求增加。然而，经济增长的放缓将限制油价的上行空间。
- ◆ 随着维也纳减产协议的生效以及阿尔伯塔减产初见成效，2019年1月全球原油产量下降140万桶/日至9970万桶/日。同时，由于美国原油产量的增加，IEA对非OPEC国家石油产量增速的预期已经升至2019年的180万桶/日。
- ◆ OPEC国家2019年1月原油产量下降93万桶/日至3083万桶/日，接近四年的最低点。OPEC国家的减产执行率达到86%，其中沙特阿拉伯、阿联酋和科威特均超预期减产；非OPEC国家的减产执行率仅为25%。
- ◆ 2018年12月，由于亚洲四国（中国、印度、日本和韩国）的炼厂开工率降低，全球炼油吞吐量同比下降70万桶/日。IEA对2019年炼油产能增速预期没有变化，预计产量增加将增加120万桶/日。
- ◆ 截至2018年12月，经合组织商业原油库存减少至28.58亿桶，较11月减少560万桶，较2017年底增加460万桶。2018年下半年石油库存的增加主要来自于非经合组织，政府库存水平在2018年上涨了2210万桶，增长主要来自美国和欧洲。
- ◆ 2019年2月初，布伦特原油期货价格触及近两个月高点62.75美元/桶，较WTI原油期货价格高出约10美元/桶。由于美国对委内瑞拉制裁的影响，全球重质酸性原油供应出现紧张，布伦特-迪拜原油期货价差缩减至8年来的低点，充足的汽油供应使得汽油裂解价差降低为负值。
- ◆ 投资建议：我们依然看好二季度，尤其是三月份后国际油价的走势，化工板块个股有望充分受益。建议积极配置跟油价一阶相关的标的，上游、煤化工、轻烃裂解，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、阳煤化工等。还有民营大炼化板块，也将充分受益。
- ◆ 风险提示：减产进度不及预期，地缘政治风险，美国产量增速过快。

增持（维持）

分析师

裴孝锋

021-52523535

qiuxf@ebsec.com

执业证书编号：S0930517050001

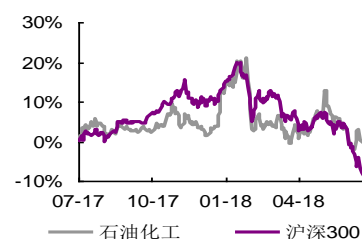
赵乃迪

010-56513000

zhaond@ebsec.com

执业证书编号：S0930517050005

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

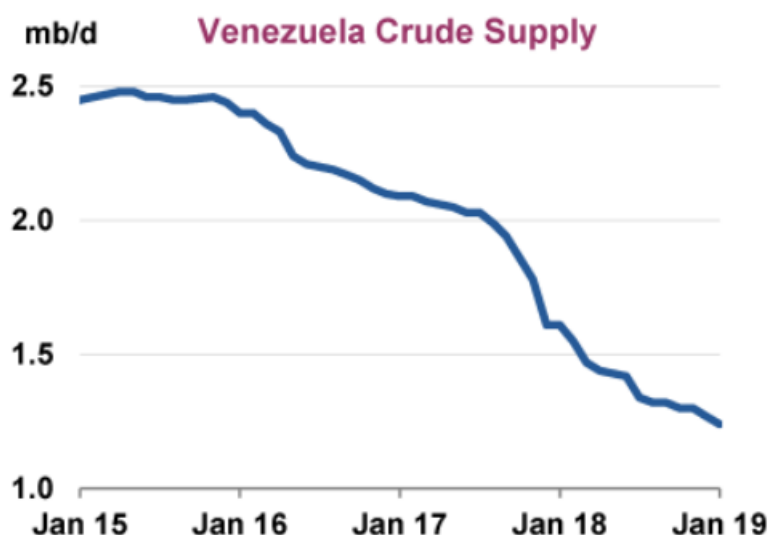
1、美国对委内瑞拉制裁将影响未来原油供给质量

美国对委内瑞拉国家石油公司（以下简称 PDVSA）实施制裁再次提醒人们地缘政治对原油价格的重要性。在 2018 年，有大约 45 万桶/日的原油被运往美国，尽管这只是 1998 年查韦斯总统掌权时 170 万桶/日的原油出口量的一小部分，其中大部分原油用于 PDVSA 旗下子公司 Citgo 在美国的炼化项目。原油出口的暴跌映射出同期原油产量的暴跌，委内瑞拉原油产量从 1998 年的 340 万桶/日降至 2018 年的 130 万桶/日。之前，由于加拿大对美国原油出口的激增，影响了委内瑞拉对美国的原油出口。但是最近，由于需要归还数百亿美元的贷款，出于政治层面的考虑，委内瑞拉开启了对中国的原油出口。相似的情况也出现在印度，进入 2019 年以来，委内瑞拉对印度的原油出口出现了明显的增加。而委内瑞拉对印度的原油出口数据，在 2017 年的时候，为 36 万桶/日；2018 年，这一数据比 2017 年下降了 11%。

美国的制裁使得 PDVSA 难以出口石油。即便如此，有关制裁几乎没有改变总体基准原油价格，这是因为原油市场有能力调整由于原油供给减少带来的暂时性市场混乱。大多数国家原油市场的库存目前都很充足，随着 2019 年年初新的维也纳协定的执行，国际原油市场上将有更多的闲置生产能力。

在 2019 年原油供给范围更广泛的背景下，原油质量变得更加重要。美国对伊朗的制裁、OPEC 在 2019 年 1 月减产了 93 万桶/日、美国对 PDVSA 制裁和阿尔伯塔减产，这些事件都直接影响到重质高硫石油的供应。PDVSA 主要生产重质原油，在加工过程中需要加入大量的进口稀释剂或国内混合剂。由于美国限制对委内瑞拉稀释剂出口以及生产轻质原油面临的技术难题，PDVSA 将很难生产足够的满足出口条件规格的原油。

图 1：2019 年委内瑞拉原油供给情况（单位：百万桶/日）



资料来源：IEA

在美国页岩气革命爆发之前，墨西哥湾沿岸的炼油厂就已投资用于生产含酸重质原油的设备。目前，委内瑞拉和墨西哥的原油供应相继减少，由于

沙特将注意力转向了快速增长的亚洲市场，其对美国的出口也大幅下降。与此同时，加拿大主要向墨西哥湾出口含酸重质原油，此举有助于填补墨西哥湾原油供给减少的缺口。此外，尽管炼油商偏爱重质原油，但由于美国政府石油出口禁令，页岩油供应较为充足且价格相对便宜，同时页岩油库存也达到较高水平。随着美国石油出口禁令的解除，美国石油生产商可以以较高的价格向海外销售石油。因此，墨西哥湾沿岸的进口商将继续需要委内瑞拉和一些中东国家生产的含硫重质原油。

随着大量重质原油撤离市场，炼油厂商的成本有所增加。路易斯安那轻质低硫原油与 Mars 原油的溢价已从 2018 年 11 月的 4 美元/桶降至目前不足 1 美元/桶。自美国宣布制裁委内瑞拉以来，Mars 原油相对于 WTI 原油的溢价已从 4.5 美元/桶飙升至逾 7.5 美元/桶。

目前没有迹象表明沙特阿拉伯等其他产油国打算向市场投放更多原油以弥补原油供给的短缺。油价并没有出现大幅上涨，因为市场仍在消化 2018 年下半年原油的过剩产量。据估计，2018 年下半年全球石油供应超出需求 130 万桶/日。就数量而言，仅美国在 2019 年的原油产量的增幅就将超过委内瑞拉目前的产量。同时，原油质量方面的问题将变得更为复杂。

2、投资建议

我们依然看好二季度，尤其是三月份后国际油价的走势，化工板块个股有望充分受益。建议积极配置跟油价一阶相关的标的，上游、煤化工、轻烃裂解，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、阳煤化工等。还有民营大炼化板块，也将充分受益。

3、风险提示

原油价格波动，地缘政治风险加剧，减产不及预期，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；港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达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达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見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	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com	
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com	
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@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	
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com	
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com	
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com	
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com	
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com	
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com	
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com	
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com	
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com	
		王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com