

刘蒙  
联系人  
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸  
分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

## 沙特减产的“作弊”模式！

### 事件

2018年4季度 OPEC 达成的减产协议在 2019 年年初生效以来，其减产执行情况成为市场观察 OPEC+减产效果的关键指标。考虑到维持油价高位运行是沙特的核心诉求，也由于沙特的体量在 OPEC 体系内部的权重最大，沙特作为 OPEC 班长，其原油产量今年以来确实出现了明显下降。

### 评论

我们发现沙特在良好地执行减产，出现表观产量下降的同期，其出口量降幅却明显小于产量降幅，也就是说：沙特今年以来对市场实际的原油供应要大于其减产的“表观”原油供应，说明沙特通过其庞大的库存，在原油供应上“作弊”了。我们发现沙特的原油出口量小幅度下降，仍然维持在高位，沙特通过其庞大的原油库存，使得其“作弊”得以轻松实现。

### 投资建议

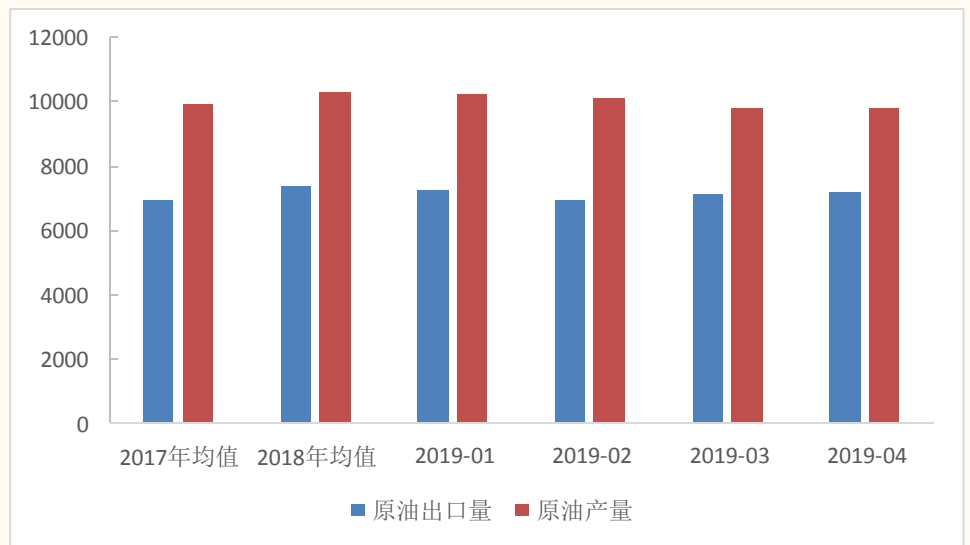
我们维持行业“中性”评级。

### 风险提示

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等）(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）(3) 地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅增加等）

- 随着 2018 年 4 季度 OPEC 达成的减产协议在 2019 年年初生效以来，沙特作为 OPEC 的中流砥柱，其减产执行情况成为市场观察 OPEC+ 减产效果的关键指标。考虑到维持油价高位运行是沙特的核心诉求，也由于沙特的体量在 OPEC 体系内部的权重最大，沙特作为 OPEC 班长，其原油产量今年以来确实出现了明显下降，但是，我们在此需要特别提到的是：对全球原油供应最直接的影响并不是产油国的产量，而是其出口量，产油国的原油需要出口，才能到达市场，对市场的供求结构产生影响。我们发现沙特在良好地执行减产，出现表观产量下降的同期，其出口量降幅却明显小于产量降幅，也就是说：沙特今年以来对市场实际的原油供应要大于其减产的“表观”原油供应，说明沙特通过其庞大的库存，在原油供应上“作弊”了。

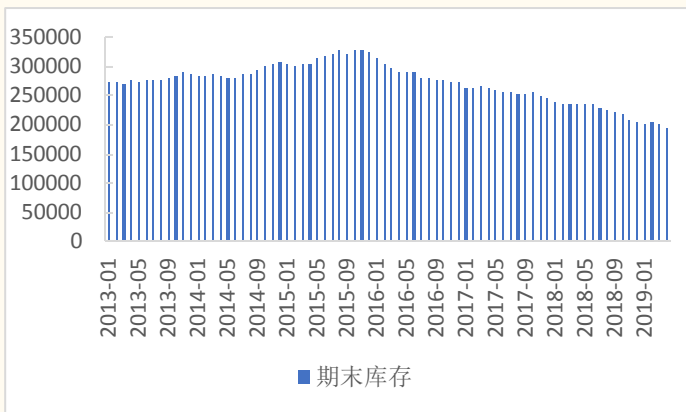
图表 1: 2019 年沙特原油出口及原油产量 (千桶/日)



资料来源: JODI, 国金证券研究所

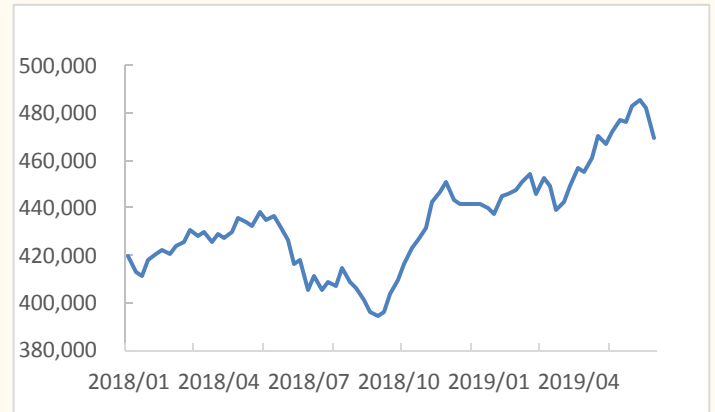
- 从上图可以很直观地看到，沙特在 2018 年原油平均产量为 1031.6 万桶/日，平均出口量在 737.2 万桶/日，在 2019 年其减产执行最好的 3 月份，其产量降至 978.7 万桶/日，相比 2018 年平均值下降了约 53 万桶/日。然而，其减产执行率最好的 3 月份的原油出口量高达 714.1 万桶/日，相比 2018 年平均值仅下降约 23 万桶/日，也就是说，沙特让市场看到了其原油产量明面上比 2018 年均值下降了 53 万桶/日，但是其实际只减少了 23 万桶的供应。那么这多出来的 30 万桶/日的供应是哪儿来的呢？我们发现沙特通过其庞大的原油库存，使得其“作弊”得以轻松实现。沙特当前的原油库存降至 19348.6 万桶，创下 5 年来新低。

图表 2：沙特原油库存量（千桶）



来源：JODI，国金证券研究所

图表 3：EIA 原油库存（千桶）



来源：EIA，国金证券研究所

- 从上图可以很直观地看到，沙特的库存在 2019 年以来继续快速下降，今年 4 月份库存降至 19348.6 万桶的 5 年来新低，说明沙特主要通过抽取库存的方式在产量下降的同时维持原油出口量高位。于此同时，我们也可以通过简单的计算得出，沙特从 2015 年 12 月的 32547.4 万桶降至 2019 年 4 月份的 19348.6 万桶，这 3 年零 4 个月的时间里，沙特的平均抽取库存速度约为 10.8 万桶/日，如果按照这个平均抽取速度，沙特当前的原油库存当前沙特依然拥有能够维持 4.88 年。如果按照沙特 2019 年 3 月份减产执行最好的月份相比 2018 年平均水平的约 50 万桶/日的产量下降来看，假设沙特通过抽取库存的方式在出口端全部弥补这部分的产量下降从而实现实际供应不下降的情景的话，则其当前的原油库存还能够使用 1.06 年。也就是说，根据不同的“作弊”程度，沙特在“减产”问题上还有至少一年以上的调节能力。
- 风险提示：（1）全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济出现重大增长或下滑，新能源领域取得重大突破，快速替代石化能源造成石油需求下降，气候变化造成原油需求出现重大变化等）（2）全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或延缓，产油国人为控制产量等）（3）地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成的原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅增加等）

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH