

化工-行业报告

国际原油市场展望：

沙特复产预期管理，国际油价逐渐退潮，但下有底

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190518060003

证券分析师助理：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

太平洋证券研究院

2019年9月27日



- **1、全球供需弱平衡，供给端波动轻易改变油价走向**
- **OPEC及OPEC+自2016年11月以来达成的减产协议本身即已说明全球原油供应能力充足，但特定条件下供需弱平衡。根据历史经验，100万桶/天以上的供需缺口可轻易改变国际油价走向。9月14日沙特遇袭事件影响全球供应5%，打破短期平衡，造成油价暴涨符合预期，但这种暴涨是很短期的。美沙俄三足鼎立左右全球市场，波动中孕育着机会。**
- **2、沙特产能基本恢复，国际油价退潮**
- **随着沙特恢复供应预期管理，美国原油库存录增，国际油价逐渐退潮。过高油价导致通胀，压缩货币宽松空间，不利于经济发展，从主要消费国角度出发，希望压制油价在合理水平。全球不少国家纷纷降息，释放流动性，刺激经济发展。但是，低油价也不符合产油国利益，特别是财政严重依赖油气出口的中东国家。对于寡头市场，其具有一定的调节能力，如在执行的联合减产协议。同时，页岩油成本支撑，中东局势隐忧仍在。预计国际油价“上有顶下有底”，目前处于沙特遇袭事件的退潮阶段，进一步回调，但考虑页岩油成本支持，下有底。维持判断，2019年Brent油价中枢在60-70美元/桶，2019年Q4预计下限附近。**



□ 经济面:

- **美欧经济数据疲弱:** 美国8月制造业活动三年来首次出现萎缩, 同时欧元区8月制造业活动连续第七个月萎缩。
- **全球开启流动性宽松, 刺激经济发展:** 美联储表示将采取适当行动维持经济扩张; **全球央行纷纷加入降息。**
- **中美贸易争端持续存在:** 宣布第三轮加征关税后, 9月1日美国开始向部分中国输美商品征收15%关税, 包括鞋履、智能手表和平板电视, 中国也向美国原油等产品加征新关税。

□ 供需面:

- 9月14日, 沙特阿美两处石油设施遭遇袭击, 沙特短时供应能力减少一半, 但目前已大部分恢复。
- OPEC原油产量8月现增长。
- 沙特新任能源部长承诺维持减产: 每日120万桶的减产协议将继续存在, OPEC+联盟将长期存在。
- 9月13日当周美国原油产量维持1240万桶/日的高位水平。

□ 综合判断:

- 全球经济下行及中美贸易摩擦将放缓石油需求增速。
- 沙特袭击事件改变短期节奏, 目前基本退潮, 2019年Brent中枢60-70美元/桶。
- 原油政治及金融属性加强, 美沙俄左右全球市场。

□ 后续关注:

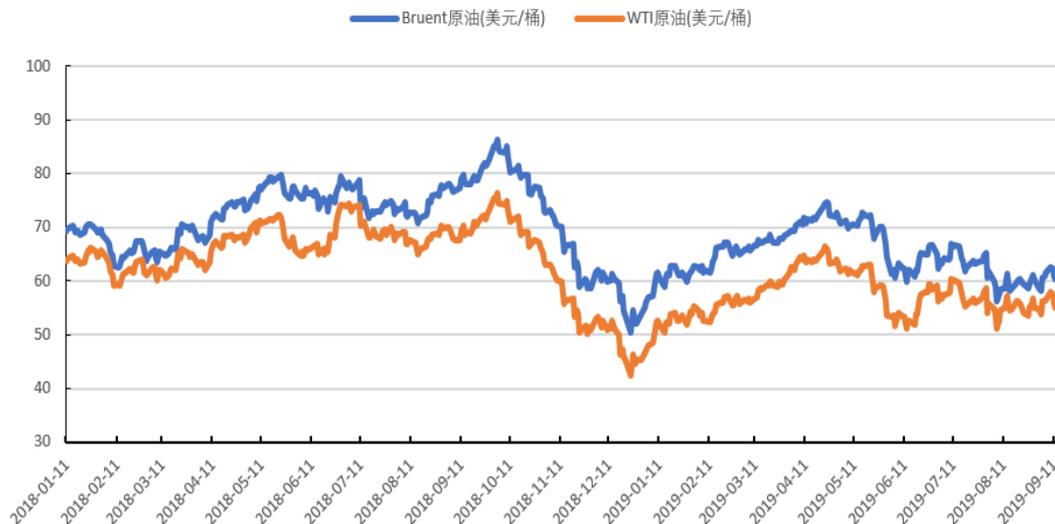
- 沙特复产进度及后续产量; 美国Permian地区原油管道建设进程
- **美伊关系、中东局势、中美贸易摩擦进展**, 中、美等主要国家经济及金融市场走势



近期热点事件：

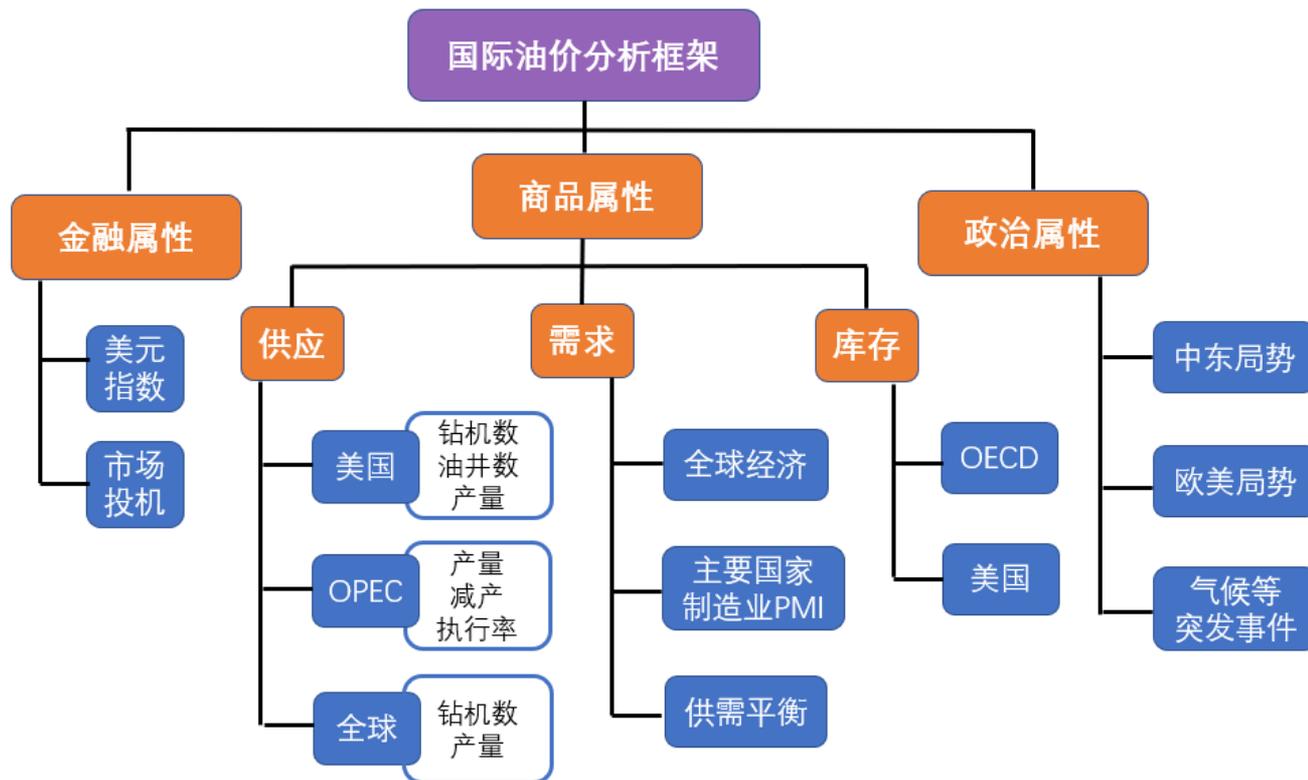
9月14日，沙特阿美的阿布盖格（Abqaiq）原油处理厂和库莱斯（Khurais）油田遭遇袭击，沙特原油产量短时减少一半，布伦特油价创下自海湾危机30多年来最大日涨幅14.6%，随后沙特表示月底前全面复产，美国原油库存意外连续两周录得增长，国际油价随之震荡退潮。

油价	2019-4-24 【近期高点】	2019-9-20	跌幅
Brent	74.57	64.28	13.8%
WTI	66.3	58.09	12.4%



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

- 金融
- 供应
- 需求
- 库存
- 政治

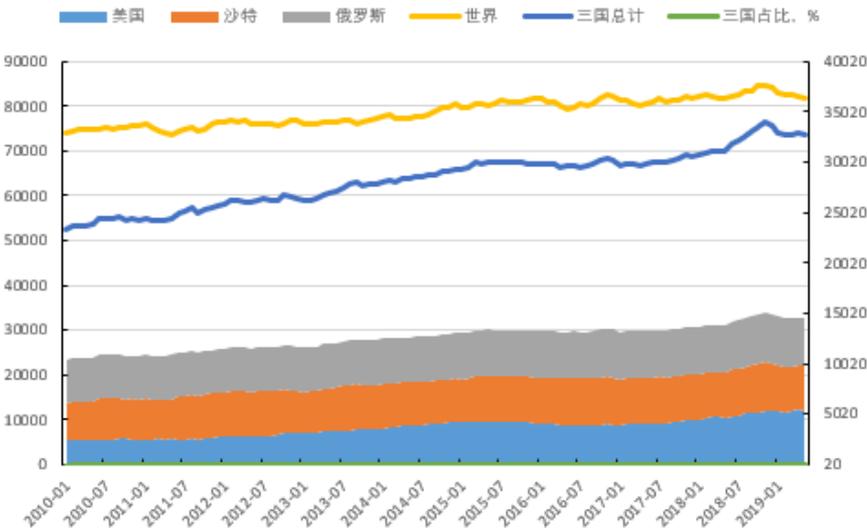


资料来源：太平洋证券研究院



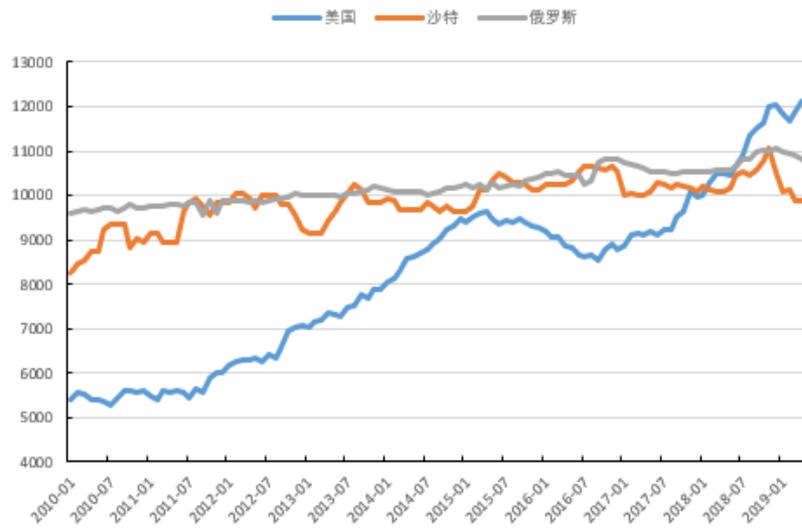
- 美沙俄三足鼎立，原油产量占全球 **40.15%**。【2019年5月】
- 2019年5月原油产量：
 - 美国——12108千桶/日
 - 沙特——9945千桶/日
 - 俄罗斯——10709千桶/日
- 自2018年6月开始，美国已成最大产油国，且产量领先优势持续扩大。

图2.1 美俄沙三巨头原油产量占比



资料来源：EIA，太平洋证券研究院整理

图2.2 美俄沙三巨头原油产量变迁



资料来源：EIA，太平洋证券研究院整理

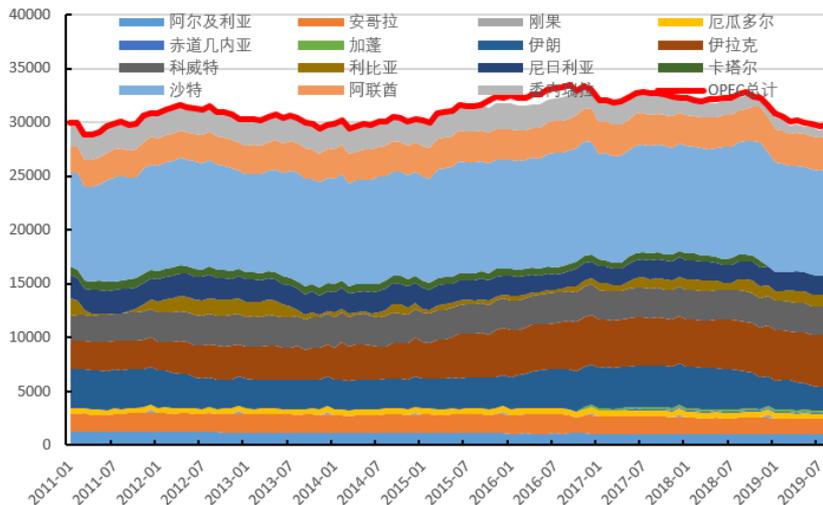
□ OPEC原油产量约占世界36.7% (201905)

2019年8月产量 沙特—9805千桶/日 (有所增长), 约占OPEC的32.75%
OPEC——29741千桶/日, 同样有所增长。

□ **近期OPEC减产有所松动:** 2019年以来OPEC原油产量总体大幅减少, 相比较于2018年底, 8月份减少184万桶/日至2974万桶/日, 沙特减产79万桶/日至980万桶/日。

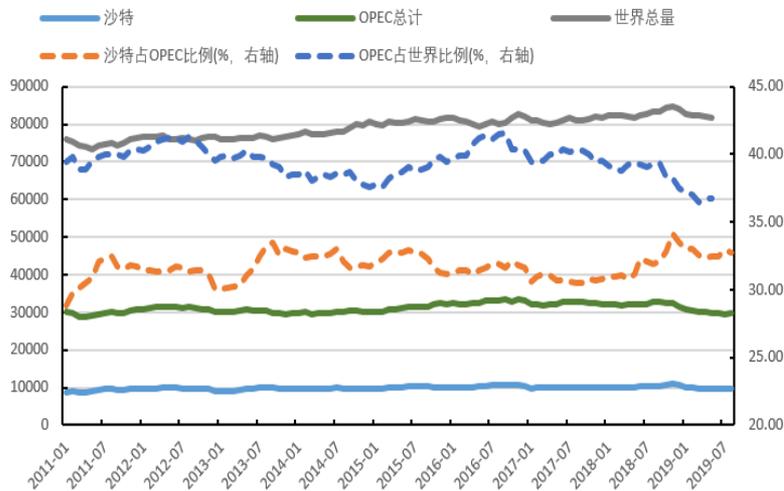
□ **委内瑞拉原油产量继续降低:** 2019年8月原油产量仅为71.2万桶/日, 不断刷新历史新低, 距离2015年高点238万桶/日, 降幅已达70%。

图2.3 OPEC各成员国原油产量



资料来源: OPEC, 太平洋证券研究院整理

图2.4 沙特-OPEC-全球原油产量关系



资料来源: OPEC, 太平洋证券研究院整理

□ OPEC+自2017年1月以来减产执行情况良好

- 2017-2018两年间，平均减产执行率OPEC为118%，非OPEC为70%。
- 2018.12.7 减产协议延期6个月 (OPEC 80万桶/日 + 非OPEC 40万桶/日，基准32900千桶/日)
- 2019年上半年，平均减产执行率OPEC为121%，非OPEC为93%。
- 2019.7.1 减产协议继续延期9个月至2020年3月。

图2.5 OPEC11国减产配额，%

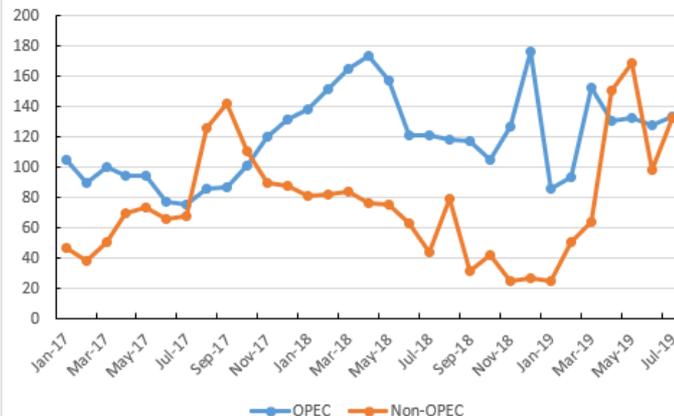
	基准 (201810产量)	减产配额	减产后产量
阿尔及利亚	106	3.2	102.8
安哥拉	153	4.7	148.3
刚果	33	1	32
厄瓜多尔	52	1.6	50.4
赤道几内亚	13	0.4	12.6
加蓬	19	0.6	18.4
伊朗	465	14.1	450.9
科威特	281	8.5	272.5
尼日利亚	165	5.3	159.7
沙特	1063	32.2	1030.8
阿联酋	317	9.6	307.4
OPEC 11国总计	2666	81.2	2584.8
伊朗	减产豁免		
利比亚			
委内瑞拉			
卡塔尔	2019年1月离开OPEC		

图2.7 Non-OPEC减产配额，%

	基准 (201810产量)	减产配额	减产后产量
阿塞拜疆	80	2	78
巴林	22	0.5	21.5
文莱	11	0.3	10.7
哈萨克斯坦	203	4	199
马来西亚	70	1.5	68.5
墨西哥	199	4	195
阿曼	100	2.5	97.5
俄罗斯	1175	23	1152
苏丹	7	0.2	6.8
南苏丹	13	0.3	12.7
Non-OPEC总计	1879	38.3	1841

资料来源：OPEC，太平洋证券研究院整理

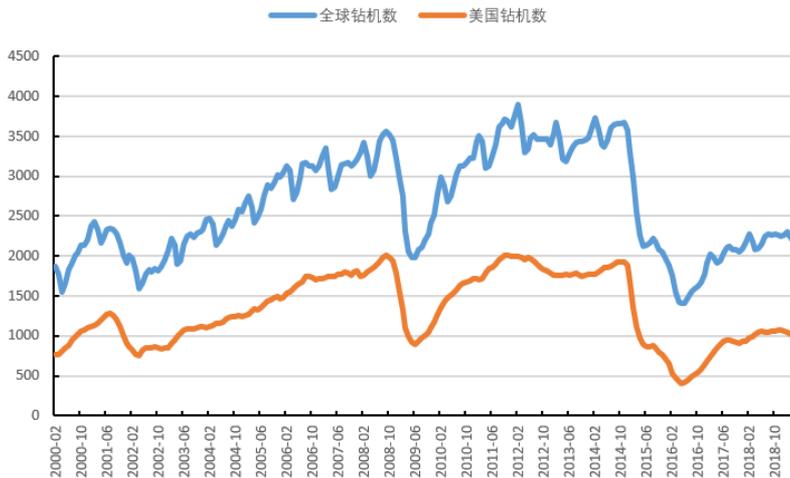
图2.7 OPEC+减产执行率，%



资料来源：IEA，太平洋证券研究院整理

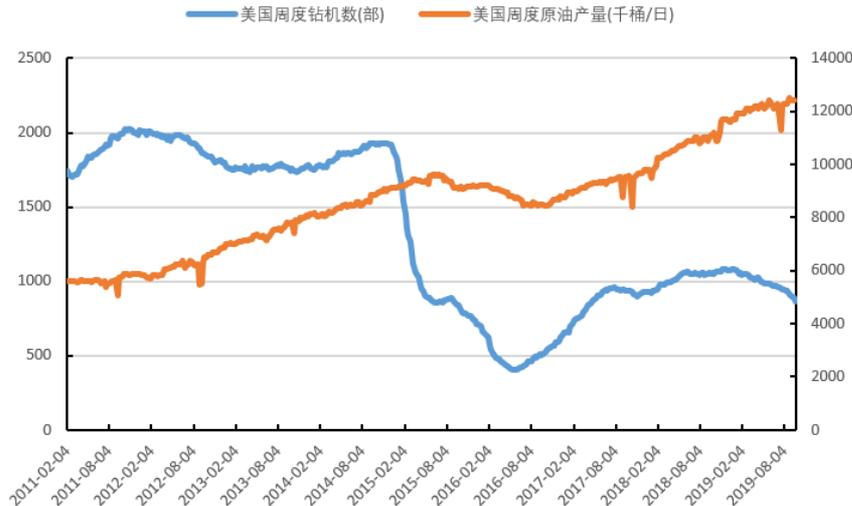


图2.8 美国及全球钻机数



资料来源：贝克休斯，太平洋证券研究院整理

图2.9 美国周度钻机数及原油产量



资料来源：贝克休斯、EIA、太平洋证券研究院整理

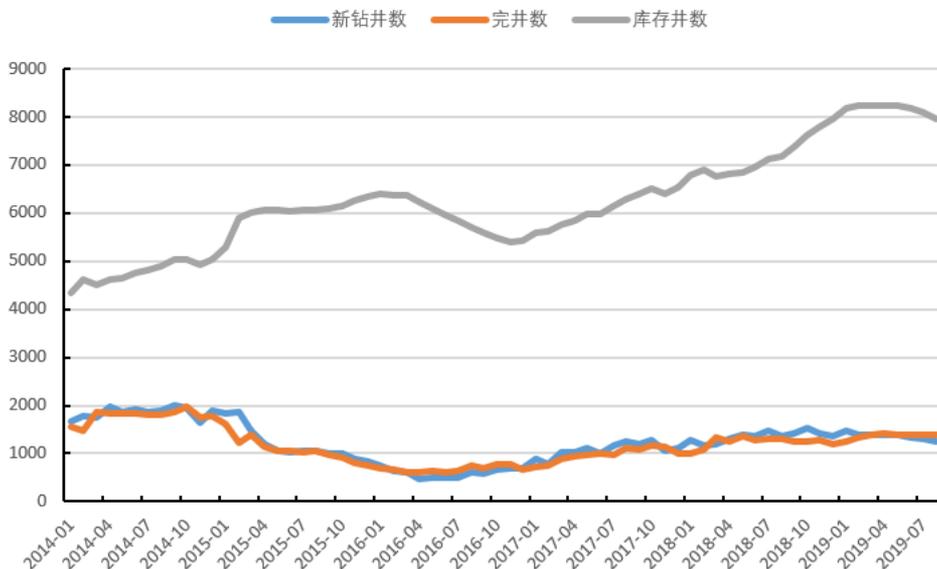
	2019-3	2016年 低点	涨幅, %	2014年 高点	空间, %
美国	1023	408	151	1930	89
全球	2213	1405	58	3670	66

资料来源：贝克休斯，太平洋证券研究院整理

2019-9-20日当周，**钻机数868**，继续回落
2019-9-13日当周，**原油产量1240万桶/日**，
维持历史高位水平

- 自2016年以来，美国新钻井数、完井数、库存井数持续攀升，但随着钻井效率的提升，完井数增速下滑。
- 新钻井数、完井数区间震荡，具体数量庞大的库存井（DUC）。

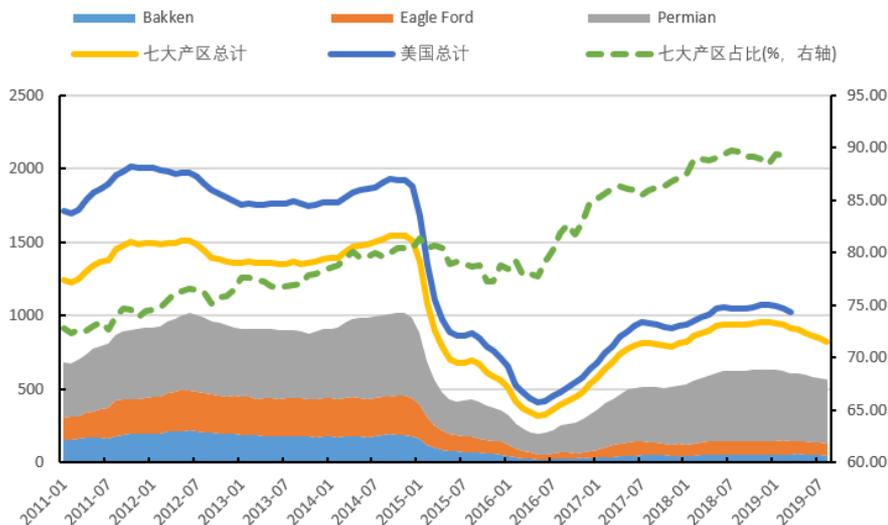
图2.10 美国月度油井数



	2019-08	2016年低点	涨幅，%
新钻井数	1247 ↓	470	165
完井数	1389 ↓	597	133
库存井数	7950 ↓	5275	51

资料来源：贝克休斯，太平洋证券研究院整理

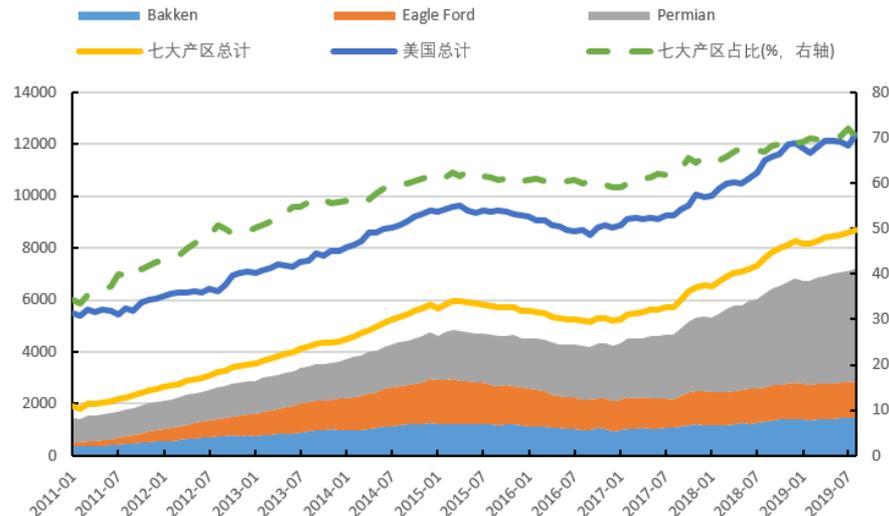
图2.11 美国七大产区钻机数及占比



资料来源：EIA，太平洋证券研究院整理

钻机数	2019-08	较2018-12降低
Permian	438 【持续降低】	9.7%
七大产区	821 【持续降低】	13.9%
美国总计	——	——

图2.12 美国七大产区原油产量及占比



资料来源：EIA，太平洋证券研究院整理

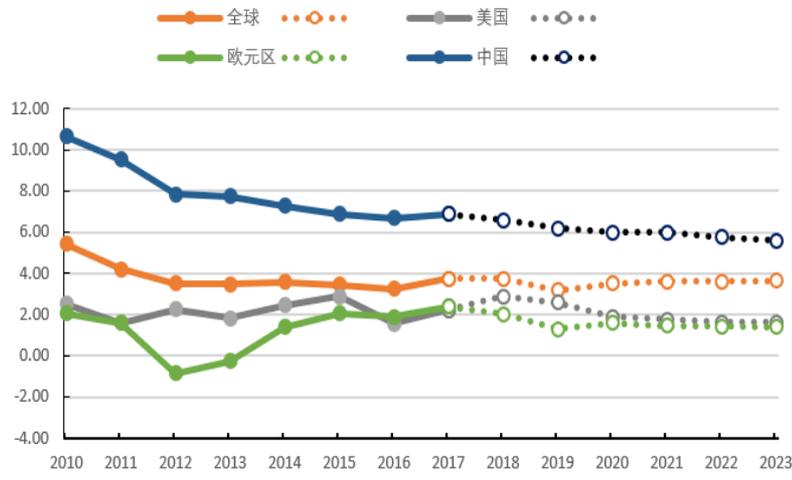
原油产量, 千桶/日	2019-08	占比, %
Permian	4341 【持续攀升】	36
七大产区	8680 【持续攀升】	72
美国总计	12360 【维持高位】	100

□ GDP增速下滑

世界银行、IMF不断下调全球经济增速预期

	世界银行 (2019.1)		IMF (2019.4)	
	新值	前值	新值	前值
2019	2.9	3.0	3.2	3.5
2020	2.8	2.9	3.5	3.6

图3.1 全球主要经济体GDP增速

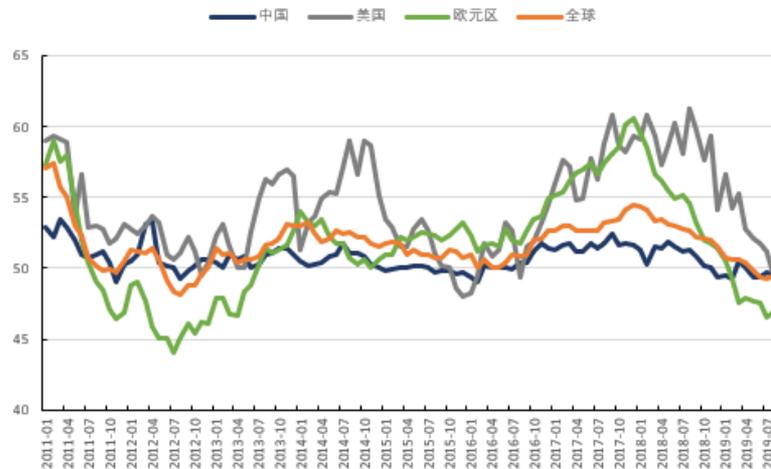


资料来源: IMF, 太平洋证券研究院整理

□ 制造业PMI下滑

制造业PMI	2019-8	前次低点
中国	49.5(下降)	2016-2
欧元区	47(回升)	2016-8
全球	49.5(回升)	2016-9

图3.2 全球主要经济体制造业PMI



资料来源: 各统计局等, 太平洋证券研究院整理

长期季节性波动向上

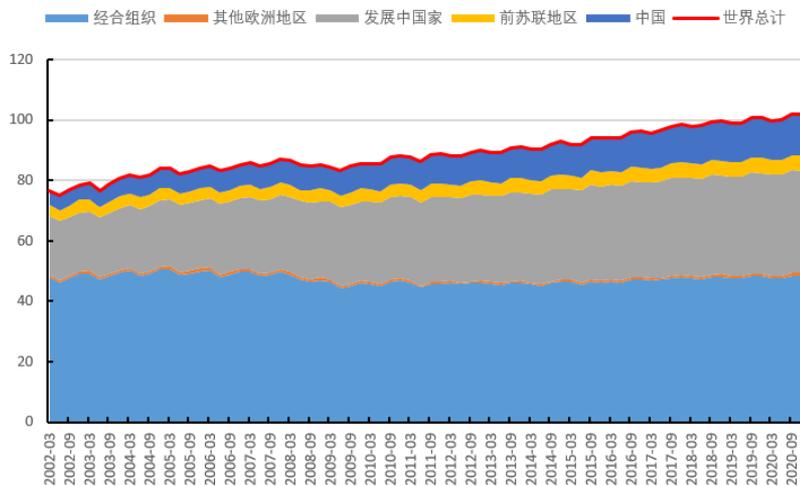
2019年平均增量1.0mb/d

2020年平均增量1.26mb/d

三大机构不断下调需求预测

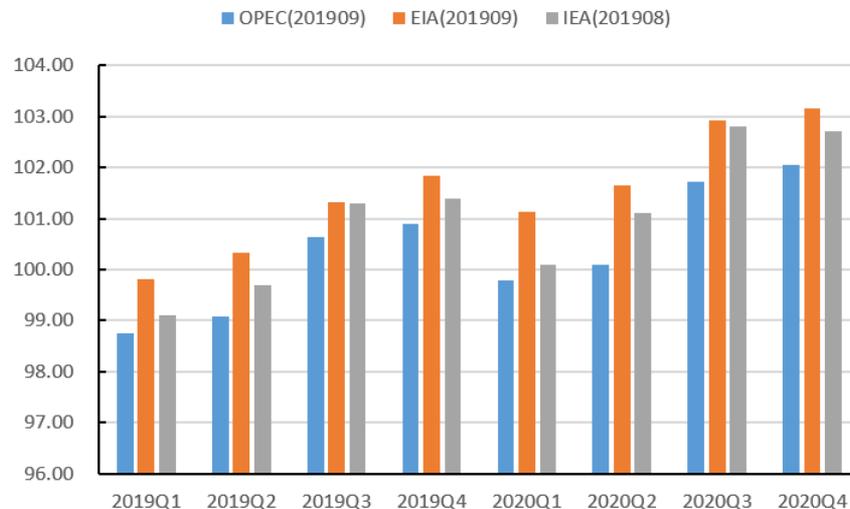
需求预测	OPEC201908	EIA201908	IEA201908
2018	98.82	99.93	99.3
2019	99.84	100.82	100.4
2020	100.92	102.22	101.7
2019需求增量	1.02	0.89	1.1
2020需求增量	1.08	1.40	1.3

图3.3 全球石油需求量



资料来源：OPEC，太平洋证券研究院整理

图3.4 各机构季度需求预测

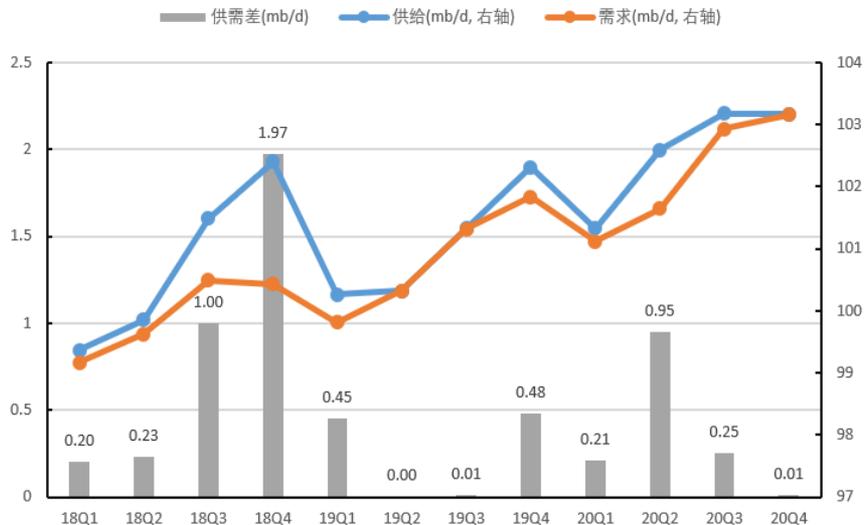


资料来源：各机构月报，太平洋证券研究院整理

□ EIA-201909供需平衡预测:

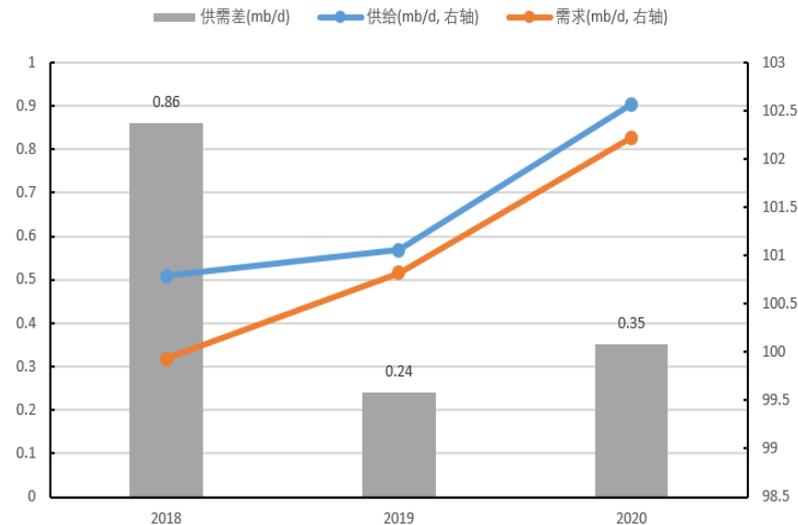
- 2018年供大于求**88万桶/日**
- 2019年供大于求**24万桶/日**
- 2020年供大于求**35万桶/日**

图3.7 EIA全球季度供需平衡预测 (201909)



资料来源: EIA, 太平洋证券研究院整理

图3.8 EIA全球年度供需平衡预测 (201909)

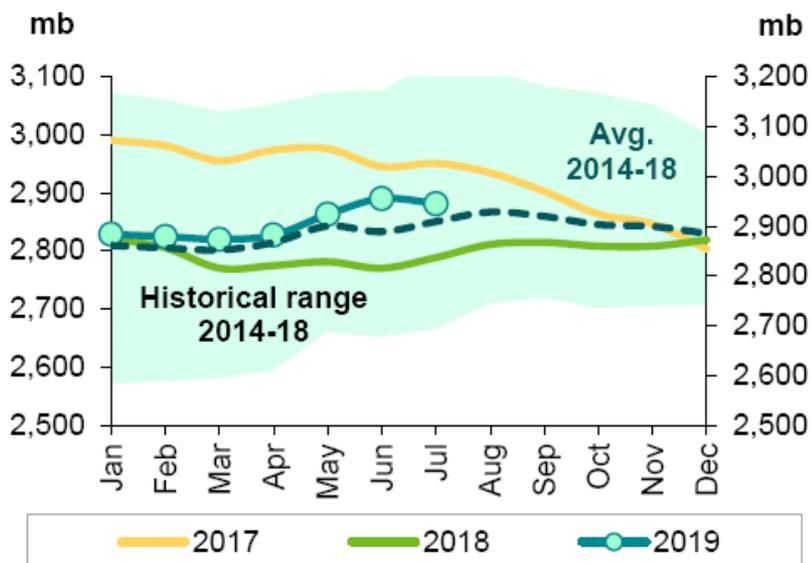


资料来源: EIA, 太平洋证券研究院整理

□ OECD陆上商业石油库存:

201907环比下降10.5mb, 为2944mb
高于去年同期108mb, 高于近5年均线36mb。

图4.1 OECD陆上商业石油库存, 百万桶

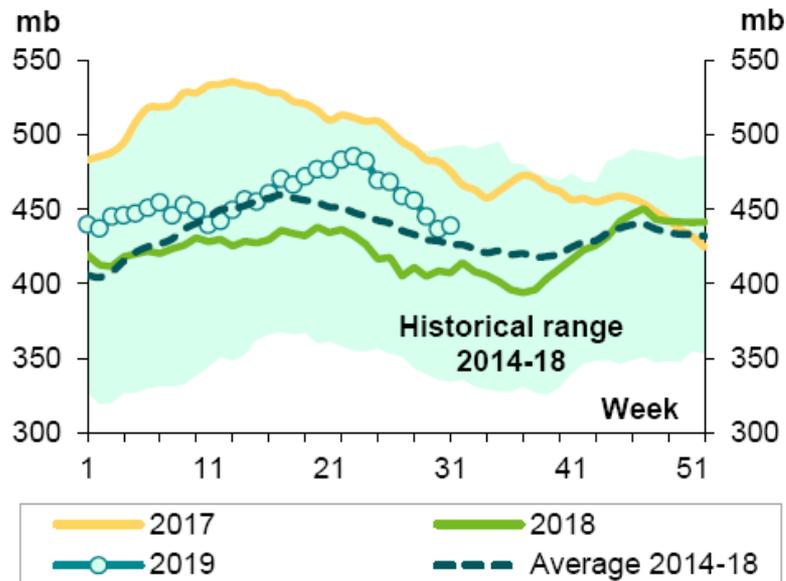


资料来源: OPEC, 太平洋证券研究院整理

□ 美国商业石油库存:

2019年6月份以来, 库存整体冲高回落。
2019-8库存423.0mb, 高于近5年均线0.9mb。

图4.2 美国周度商业石油库存, 百万桶



资料来源: OPEC, 太平洋证券研究院整理

- 1、沙特趁机增产；
- 2、美国页岩油产量增长超预期；
- 3、全球经济走弱，原油需求不及预期；
- 4、OPEC+减产执行率不及预期；
- 5、地缘政治不确定性。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566