

陈淑娴 石化行业首席分析师

执业编号: S1500519080001

联系电话: +86 21 61678597

邮箱: chenshuxian@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

OPEC+减产数字游戏，谁是真赢家？

2019年12月7日

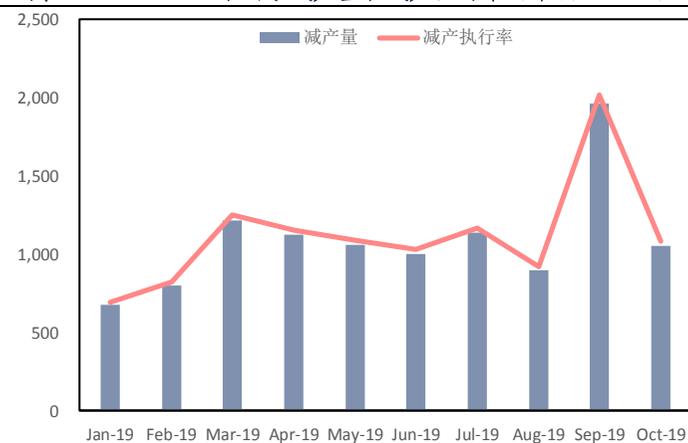
事件: 根据 OPEC 官网消息，北京时间 2019 年 12 月 5 日至 6 日召开的第 177 届 OPEC 及第 7 届 OPEC+会议就进一步深化减产达成一致。据悉，OPEC+将在 2020 年 1 季度将减产目标提高 50 万桶/日至 170 万桶/日，OPEC 国家与 non-OPEC 国家分别新增 37.2、13.1 万桶/日的减产配额，其中减产国主力沙特宣布在承担新增减产配额 16.4 万桶/日的基础上，如果其他 OPEC+国家 100%完成减产目标，那么沙特将再自愿额外减产 40 万桶/日。2020 年 3 月，OPEC+将再次开会决定后续减产政策。

点评:

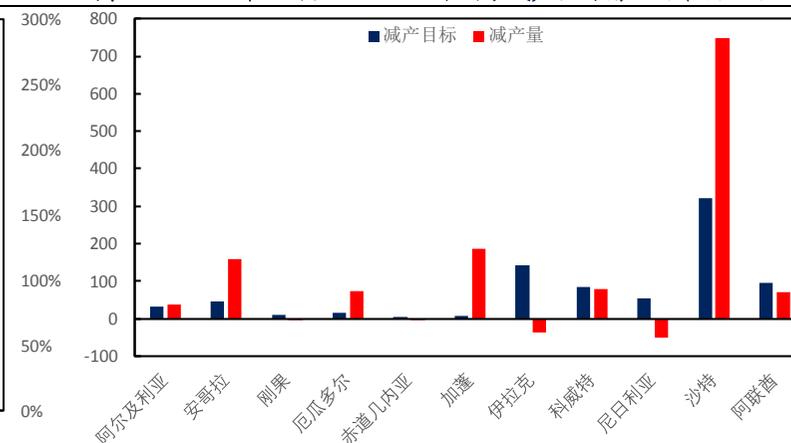
- **2020 年 1 季度 OPEC 减产目标提升至 118.4 万桶/日。**2019 年 1 月至今执行的 OPEC+减产协议中，OPEC 减产目标为 81.2 万桶/日（以 2018 年 10 月为减产参照月）。而 OPEC 国家自 2019 年 3 月至今持续超额完成减产任务，今年 1-10 月 OPEC 11 个减产国的月均减产量为 109.3 万桶/日，综合减产执行率为 135%。将于 2020 年 1 月开始的新一轮减产协议中，2020 年 1 季度 OPEC 减产配额将为 118.4 万桶/日（不包括沙特的自愿承诺）。**2019 年 10 月当月 OPEC 减产量为 105.4 万桶/日，因此 OPEC 实际仅需再减产 13 万桶/日。OPEC 减产国只要在维持现有减产力度的基础上，敦促伊拉克（2019 年一直在增产）、阿联酋等减产执行率较低的国家完成其减产目标，便能轻轻松松达成新一轮减产目标。我们认为，本轮减产协议又将是一场数字游戏，OPEC 内部开会协商时间明显加长，分歧较多，各国实际减产意愿有待考量。**
- **OPEC 国家中，沙特减产意愿强烈，但减产空间有限。**今年 3 月份以来，OPEC 11 个减产国持续超额完成减产任务，其中沙特对减产贡献最大。沙特减产配额在 OPEC 成员国中最高，在上一轮减产协议中为 32.2 万桶/日。而其能源部长宣布在本轮减产协议中，沙特除承担新增减产配额 16.7 万桶/日外，如果其他 OPEC+国家 100%完成减产目标，沙特将自愿额外减产 40 万桶/日。一直以来，沙特都积极促进减产，2019 年以来，其减产执行率一直在 150%以上，此举促成 OPEC+在 2020 年 1 季度的潜在减产目标飙升至 210 万桶/日（此前为 120 万桶/日）。目前来看，**沙特 10 月原油产量减产 74.4 万桶/日，超出原减产目标 42.2 万桶/日，因此沙特目前其实已经超额完成了新一轮减产配额（16.7 万桶/日），如果其他国家真的都完成减产，那么沙特也仅需再减 14.5 万桶/日，沙特实际减产空间有限，而其他 OPEC+国家 100%遵守减产协议的这一前提很难实现。此外，从原油出口量数据来看，10 月份沙特出口量激增，我们认为沙特会继续通过“抽库存补出口”来减弱加深减产对沙特原油收入的影响！**
- **伊拉克、利比亚等 OPEC 国家增产意愿较强。**伊拉克油长此次虽表示到 2019 年 12 月将该国减产执行率提升至 100%，但实际难度较大。2019 年伊拉克减产严重不达标，前 10 月中仅有 3 个月原油产量低于 2018 年 10 月基准月，且 3 月份以来产量不减反增。据悉 2019 年下半年伊拉克首都巴格达国内发生多轮示威抗议活动，国民经济亟待提振以稳定民心。

从近 5 年伊拉克的财政数据来看，原油收入占国家财政收入占比极大，而从 IMF 预测的该国财政赤字来看，伊拉克急需通过原油出口弥补财政赤字。伊拉克增产意愿迫切，其减产执行率堪忧！而同样时局动荡的利比亚继续有减产豁免权。该国长期动荡不安，国内大型油田运行不稳，过去一直处于被动减产局面。近期随着利比亚 Sharara、EL FEEL 等油田复产，利比亚 2020 年原油产量有一些恢复能力，预计增产空间 10-20 万桶/日。

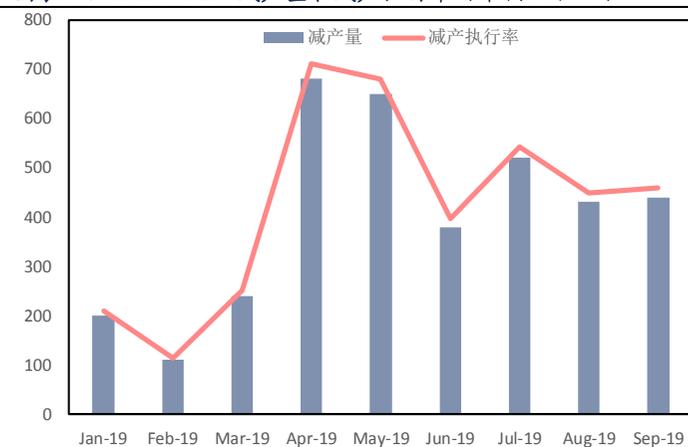
- **non-OPEC 国家减产意愿边际减弱。**本轮减产协议中，non-OPEC 国家新增减产配额 13.1 万桶/日，即在 2020 年 1 季度其减产配额为 51.4 万桶/日。但 non-OPEC 国家普遍表现为减产不积极，从 2019 年的数据来看 1-9 月综合减产执行率为 95%，且在 4 月份达到高点之后呈下降趋势，non-OPEC 国家的边际减产意愿减弱，后续需关注其减产执行力度。此外，就凝析油是否在减产名单一事，俄罗斯和 OPEC 国家仍未达成统一意见，但会后俄罗斯能源部长诺瓦克明确表态将把凝析油剔除在减产配额以外，我们认为俄罗斯 2020 年将通过增产凝析油的方式以变相增产！
- **风险因素：**地缘政治与厄尔尼诺等因素对油价有较大干扰。

图表 1: OPEC 11 个国家减产量和减产执行率 (千桶/日, %)


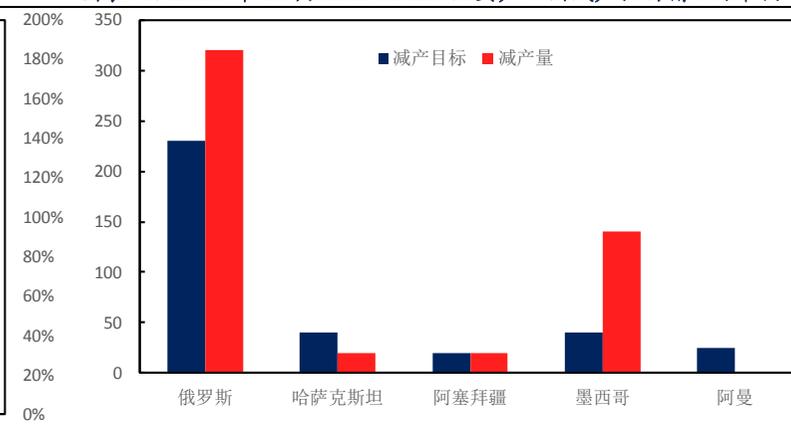
资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

图表 2: 2019 年 10 月 OPEC 11 个国家减产执行情况 (千桶/日)


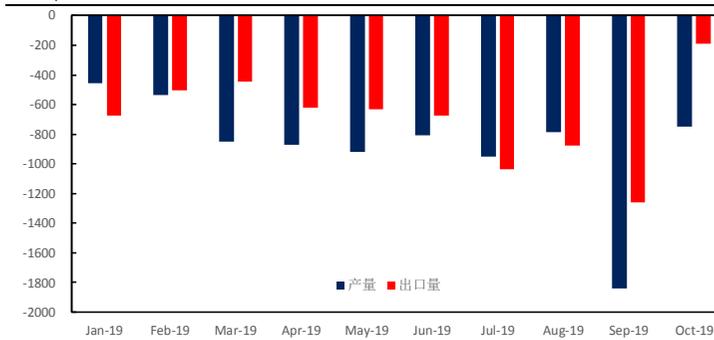
资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

图表 3: non-OPEC 减产量和减产执行率 (千桶/日, %)


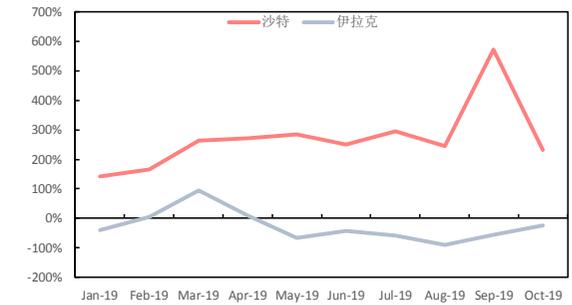
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图表 4: 2019 年 10 月 non-OPEC 主要产油国减产执行情况 (千桶/日)


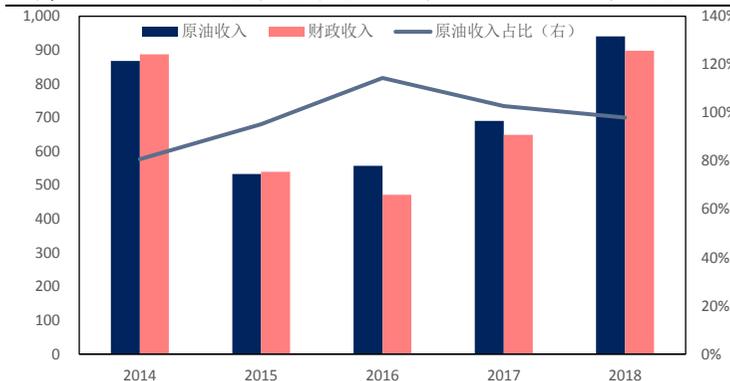
资料来源: IEA, 信达证券研发中心

图表 5: 2019 年沙特原油产量及出口量相较于 2018 年 10 月变化量 (千桶/日)


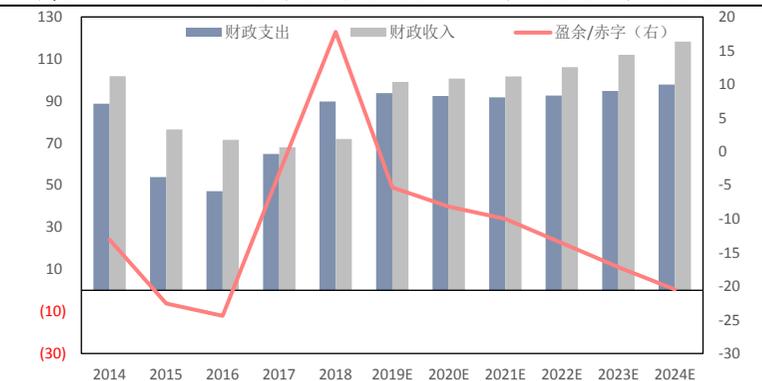
资料来源: OPEC, 彭博, 信达证券研发中心

图表 6: 2019 年沙特和伊拉克减产执行率 (%)


资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

图表 7: 2014-2018 伊拉克财政收入、原油收入及占比 (十亿美元, %)


资料来源: 彭博, CEIC, IMF, 万得, 信达证券研发中心

图表 8: 2014-2024E 伊拉克财政收支预测 (十亿美元, 十亿美元)


资料来源: CEIC, IMF, 信达证券研发中心

研究团队简介

陈淑娴，石化行业首席分析师。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，主要负责石化、油服和燃气行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@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。