

拜登中东之行会面临什么？

行业观点

近日油价随着拜登中东之行的开启，再次出现暴跌，显示市场对沙特以及阿联酋进行额外增产的信心大增。我们测算认为：沙特以及阿联酋的真实增产能力或远低于市场预期，即使沙特以及阿联酋答应增产，在执行层面低于预期的可能性较大。我们梳理了自 1940 年以来沙特以及阿联酋产量及油田投建数据，我们发现最新 6 月沙特原油月度产量已接近 2016 年的年度峰值产量。而阿联酋也同样表现出这一趋势，已经达到 2016 年年度产量峰值。与此同时，我们监测了沙特及阿联酋油气资产开发情况，当前两国主力油田开采周期平均超 50 年，油田产量基本处于达峰以后的产量衰减阶段，且中东过去 10 年新油田投产有限，伴随的存量油田产量的持续消耗，不排除沙特及阿联酋的进一步增产能力远低于预期。

- 当前沙特及阿联酋原油产量接近历史峰值，边际增量有限。我们梳理了 1940 年以来沙特和阿联酋的年度平均产量水平，沙特和阿联酋的年度平均产量峰值出现在 2016 年，产量分别为 1060 万桶/日和 308.3 万桶/日。参考 OPEC 最新月报，沙特与阿联酋 6 月原油产量分别为 1058.5 万桶/日和 308.3 万桶/日，当前沙特与阿联酋产量已接近历史峰值。
- 近年投产新油田数量有限，已开发主力油田产量衰减趋势明显。近 10 年 OPEC 投产新油田有限，现有产量主要通过存量资产释放。通过对沙特以及阿联酋在产油田衰减情况进行分析，我们发现沙特阿美和阿联酋的主力生产油田（探明储量在 50 亿桶以上）存量资产平均已开发超 50 年，由于开采时间较长，大多数油田已经度过产量爆发阶段步入产量衰减期，由于现有产量大多依靠存量资产开发释放，伴随存量资产的产量持续释放以及资产产量衰减，沙特和阿联酋原油供应增量大概率低于市场预期。2022 年 6 月份沙特及阿联酋月度产量再次逼近 2016 年年度产量峰值，说明沙特及阿联酋进一步挤压了老油田的产能，加速了存量资产的消耗速度，或导致富余产能的进一步下滑。
- 供应端中东提供边际增量有限，更多为情绪影响。通过对沙特和阿联酋历史产量以及存量资产衰减程度的追踪，当前沙特及阿联酋原油产量增产空间较为有限，拜登中东之行对于全球原油供应边际影响有限，更多为情绪影响。

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

陈律楼 分析师 SAC 执业编号：S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**由于中东原油产量边际增量有限，我们认为当前原油基本面稳定，市场对于经济衰退预期或过于悲观，我们维持石油化工行业“买入”评级。
- **相关标的：**我们建议关注油品上涨受益上下游标的（1）原油价格上涨受益的上游资产标的：中国海油，中国石油；（2）各类油品价格上涨受益的中下游炼化标的：恒力石化，荣盛石化，恒逸石化。

风险提示

- （1）成品油价格维持高位导致炼厂产能增加；（2）地缘政治扰乱全球原油市场；（3）疫情爆发扰乱需求；（4）美联储加息或抑制终端需求；（5）项目建设不及预期风险；（6）卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响的风险；（7）其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险。

内容目录

1、沙特及阿联酋原油产量边际增量有限.....	3
1.1、 当前沙特及阿联酋原油产量临近峰值.....	3
1.2、 增产意愿有限，存量资产产量持续衰减.....	4
2、风险提示.....	9

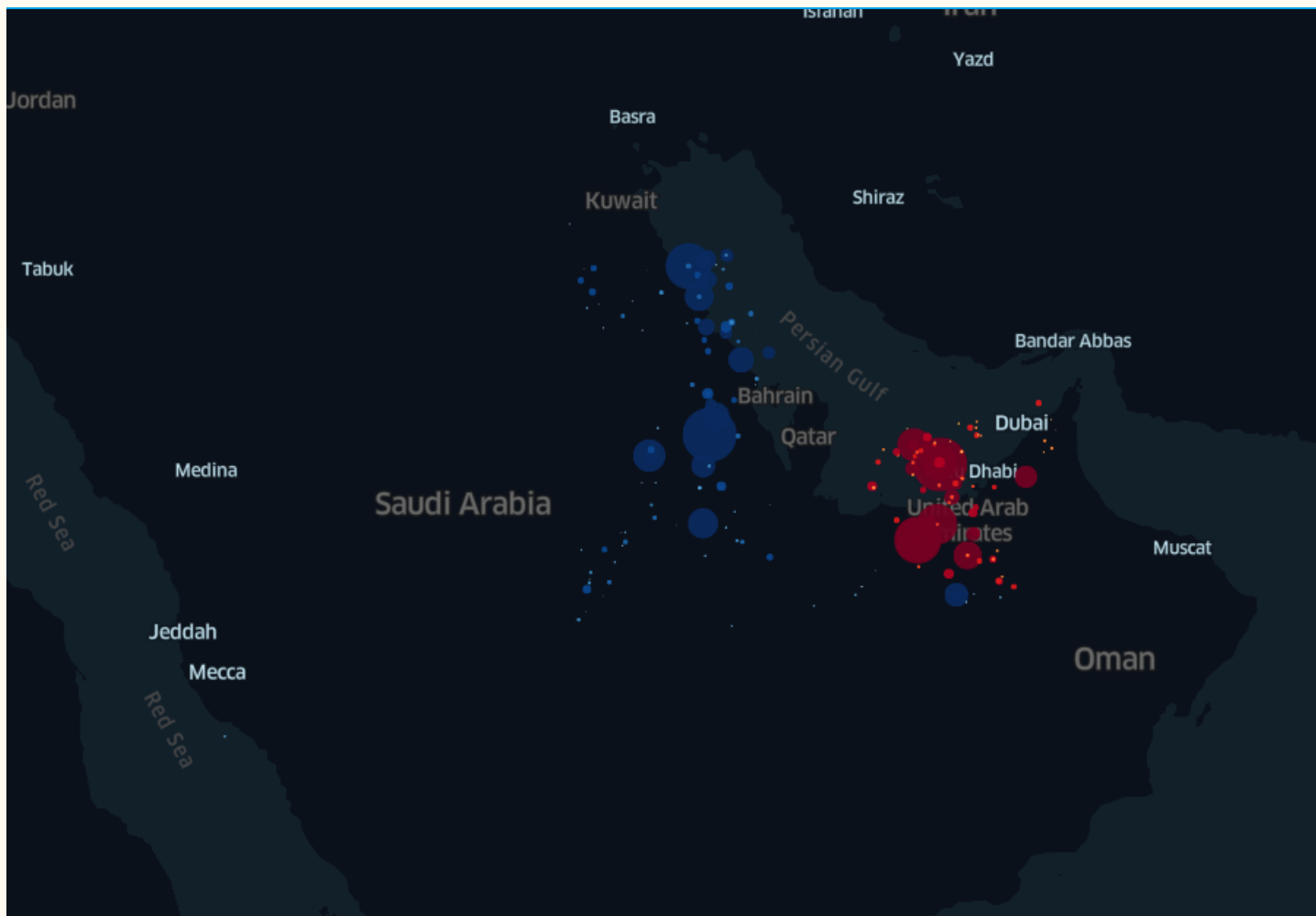
图表目录

图表 1：沙特及阿联酋油田资产监测（蓝色为沙特油田，红色为阿联酋油田）	3
图表 2：沙特年度平均原油产量（千桶/日）.....	4
图表 3：阿联酋年度平均原油产量（千桶/日）.....	4
图表 4：沙特不同油企产量占比.....	5
图表 5：沙特阿美 CAPEX（百万美元）.....	5
图表 6：沙特阿美原油产量以及规划最高可持续产能（百万桶/天）.....	6
图表 7：OPEC10 前五大生产国近 10 年新投产油田情况.....	6
图表 8：沙特阿美已开发油田剩余储量（百万桶）.....	7
图表 9：沙特阿美主力油田产量平均衰减情况.....	7
图表 10：沙特阿美在建油田.....	8
图表 11：阿联酋已开发油田剩余储量（百万桶）.....	8
图表 12：阿联酋主力油田产量平均衰减情况.....	9

1、沙特及阿联酋原油产量边际增量有限

通过对沙特以及阿联酋 1940 年以来原油产量数据的梳理，当前沙特以及阿联酋原油产量已接近历史峰值水平。与此同时，通过对沙特以及阿联酋主要油田资产衰减情况进行分析，我们发现由于近年新投产油田数量较少，现有原油产量大多通过存量资产持续释放，大多数资产已处于产量持续衰减状态。

图表 1：沙特及阿联酋油田资产监测（蓝色为沙特油田，红色为阿联酋油田）

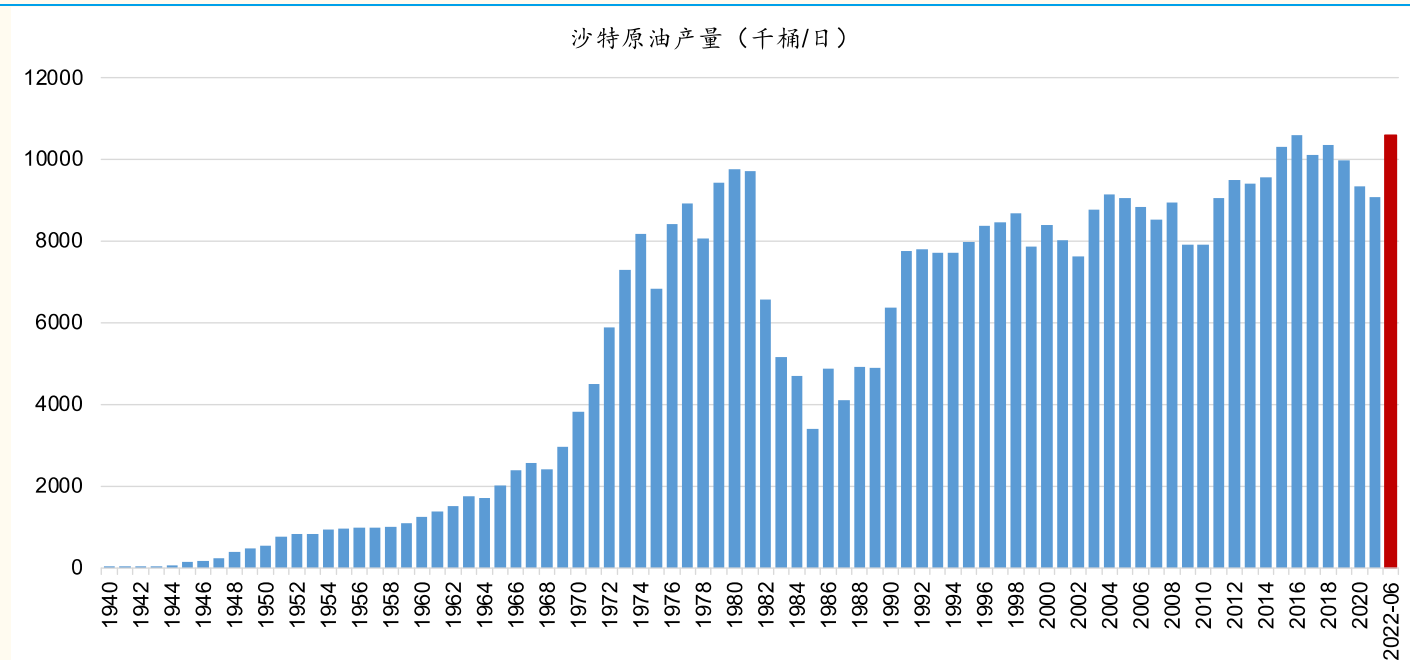


来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

1.1、当前沙特及阿联酋原油产量临近峰值

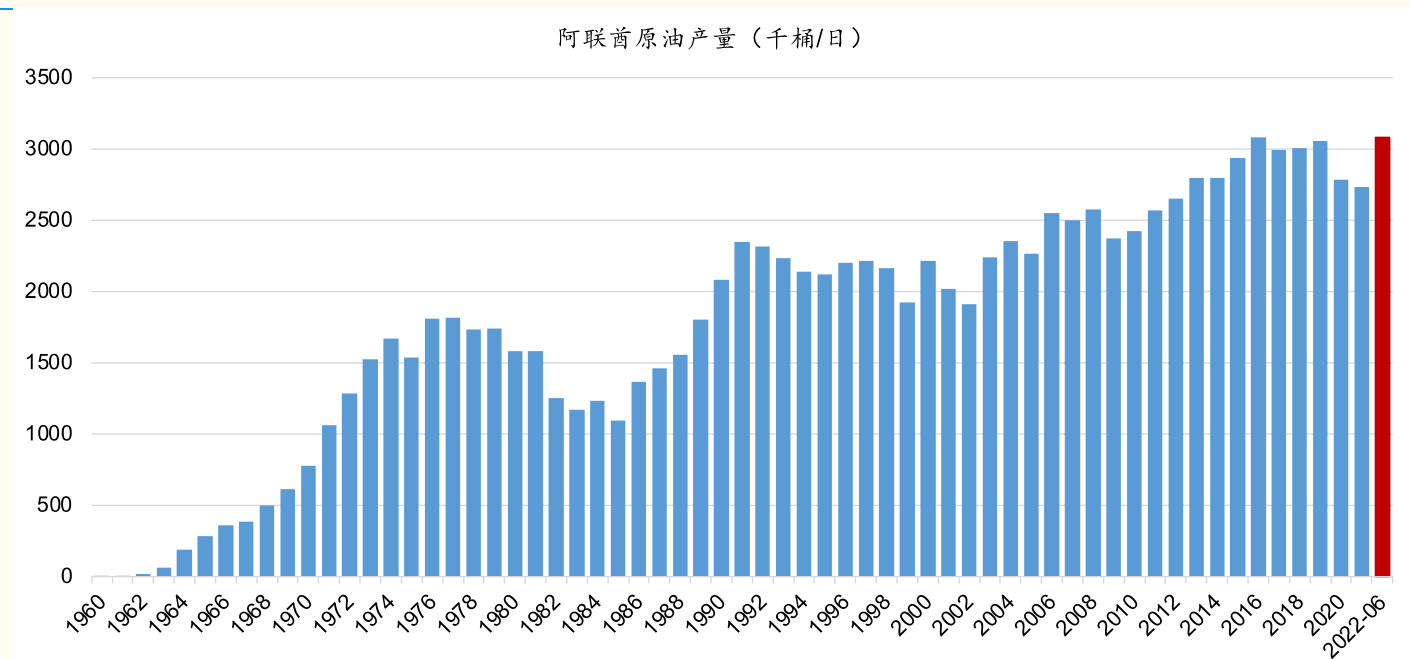
我们梳理了 1940 年以来沙特和 1960 年以来阿联酋的年度平均产量水平，沙特和阿联酋的产量峰值出现在 2016 年，产量年度均值分别为 1060 万桶/日和 308.3 万桶/日。参考 OPEC 最新月报，沙特与阿联酋 6 月原油产量分别为 1058.5 万桶/日和 308.3 万桶/日，当前沙特与阿联酋产量已接近历史峰值，假设沙特稳态峰值产量在 1060 万桶/日，当前沙特原油产量距离稳态峰值还有 32 万桶/日空间，与此同时，假设阿联酋稳态产量峰值水平为 308.3 万桶/日，当前沙特原油产量距离稳态峰值还有 8.3 万桶/日增产空间。

图表 2: 沙特年度平均原油产量 (千桶/日)



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 3: 阿联酋年度平均原油产量 (千桶/日)

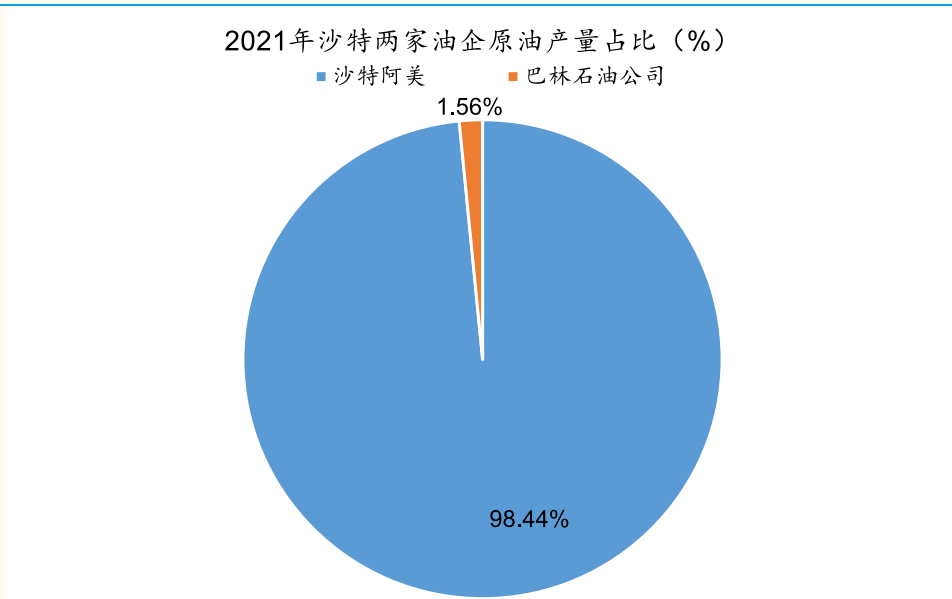


来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

1.2、增产意愿有限，存量资产产量持续衰减

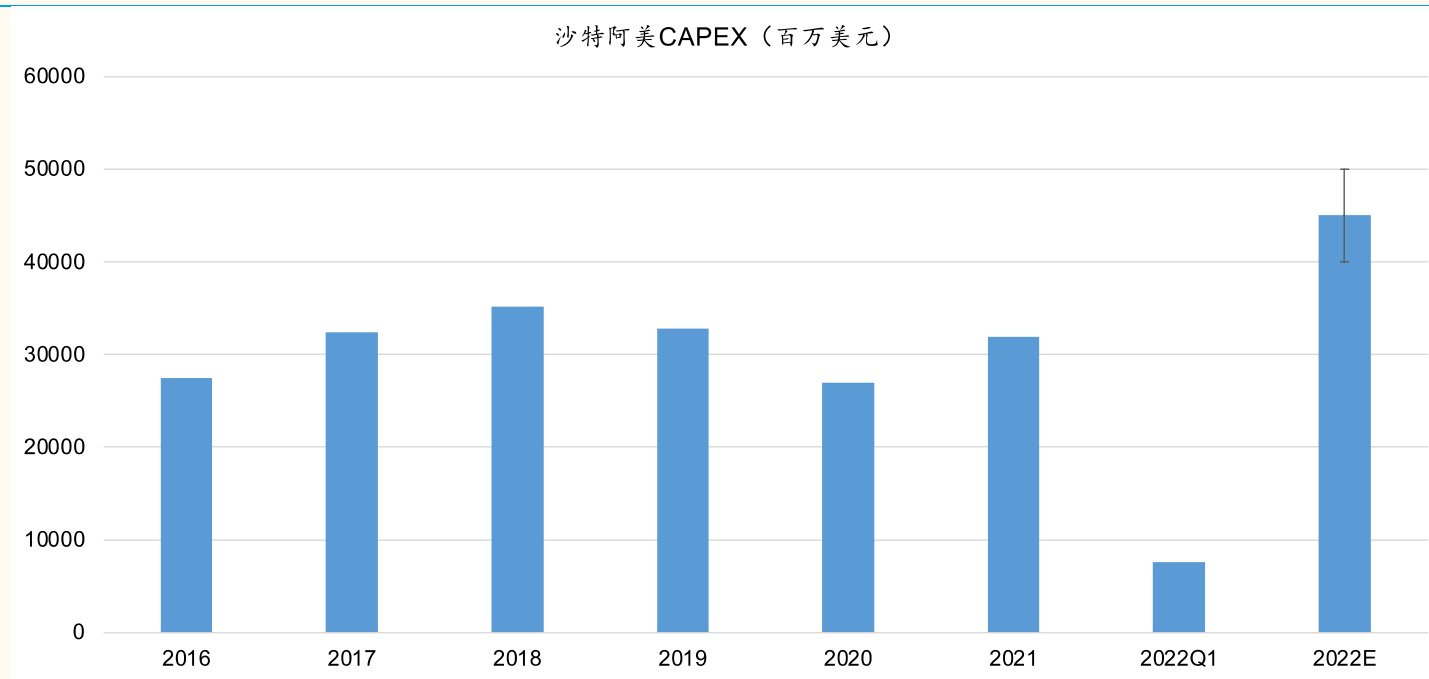
由于沙特原油主要供应来源于沙特阿美，我们梳理了沙特阿美的资本开支和产量指引，我们发现沙特阿美在 2022 年提高了 25% 资本开支，但产量指引增长幅度较为有限且多为远期目标。

图表 4：沙特不同油企产量占比



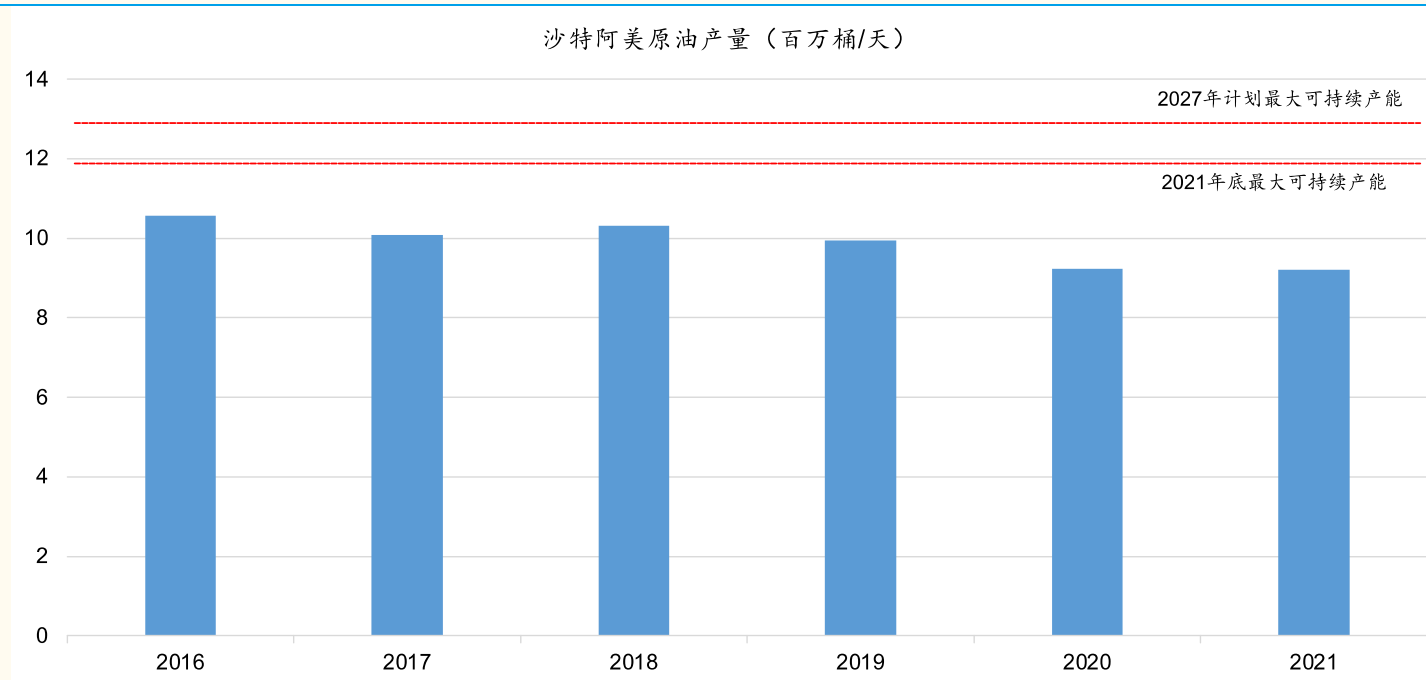
来源：国金证券研究所

图表 5：沙特阿美 CAPEX (百万美元)



来源：沙特阿美年报，国金证券研究所

图表 6：沙特阿美原油产量以及规划最高可持续产能（百万桶/天）



来源：沙特阿美年报，国金证券研究所

与此同时，我们要说明的是，近 10 年 OPEC 投产新油田有限，现有产量主要通过存量资产释放。

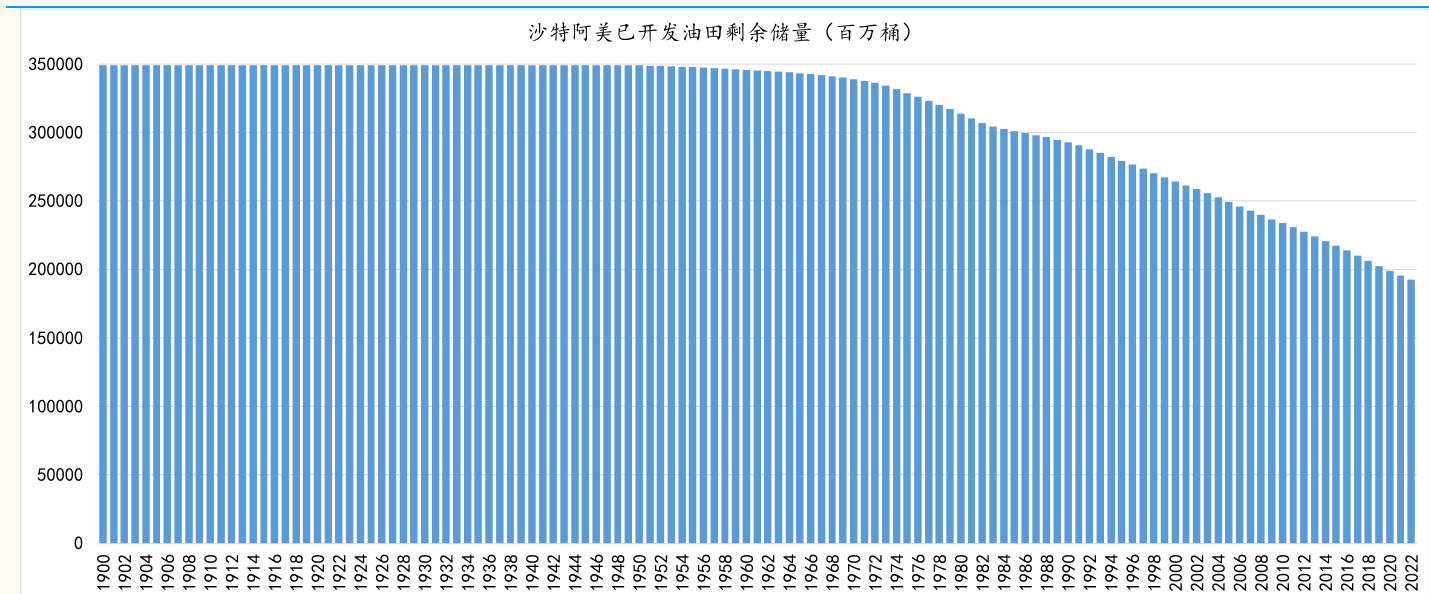
图表 7：OPEC10 前五大生产国近 10 年新投产油田情况

国家	油田	油田产量 (千桶/天)	占OPEC10最新 产量的比例	投产时 间	产量规划（千桶/天）
阿联酋	Haliba	40	0.17%	2019年	2023年6-8万桶/天
	Bu Haseer	16	0.07%	2018年	
	Nasr	65	0.27%	2015年	
	SARB和um Lulu	130	0.54%	2018年	2023年增至21.5万桶/天
伊拉克	Faihaa	40	0.17%	2015年	2026年增至25万桶/天
	Peshkibir	61.8	0.26%	2017年	
	Halfaya	400	1.66%	2012年	
	Atrush	80	0.33%	2017年	
尼日利亚	Egina	200	0.83%	2018年	
总计		1032.8	4.30%		

来源：mees, proactive, OMV, Petrolis, 国金证券研究所

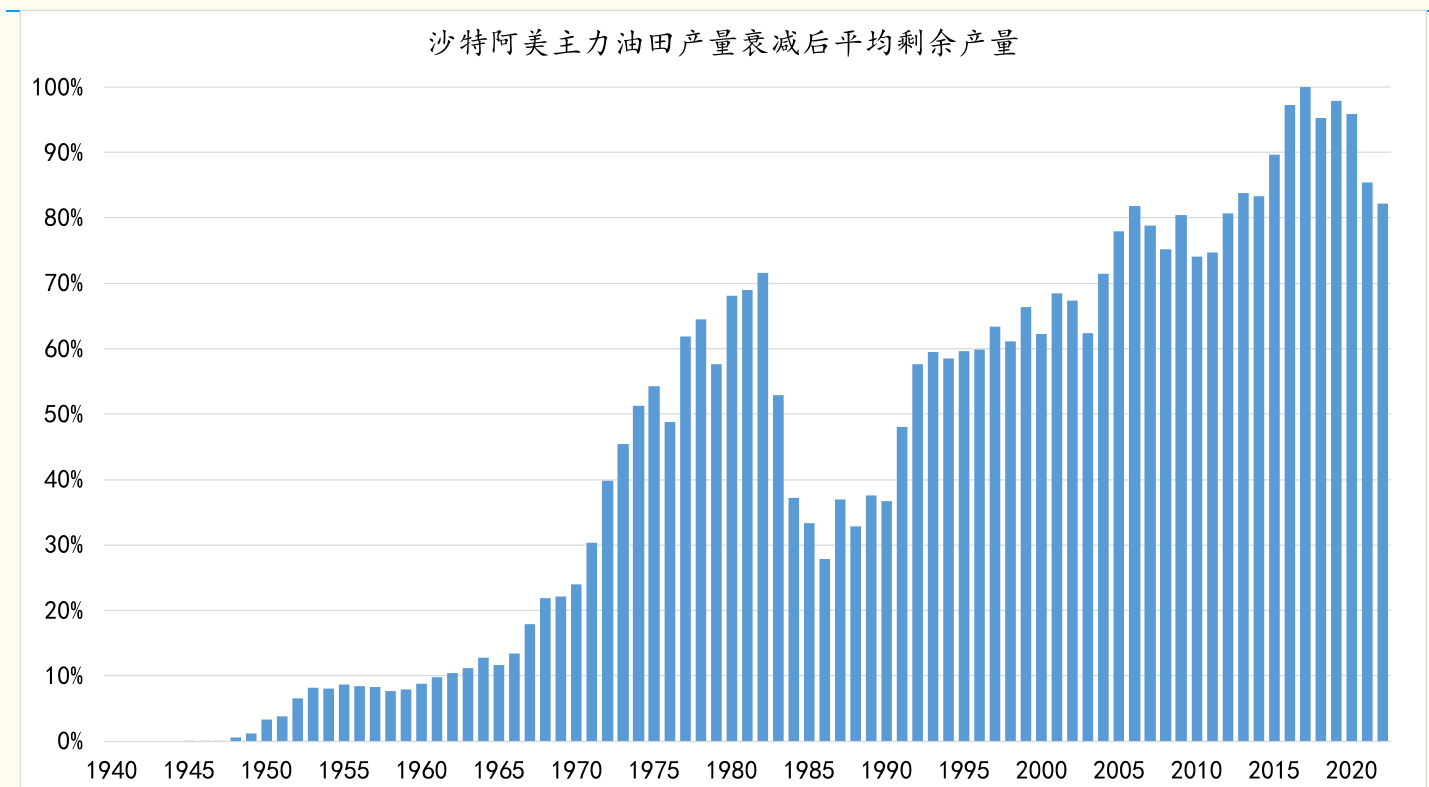
通过对沙特以及阿联酋在产油田衰减情况进行分析，我们发现沙特阿美的主力生产油田（探明储量在 50 亿桶以上）存量资产平均已开发超 54 年，由于开采时间较长，大多数油田已经度过产量爆发阶段步入产量衰减期，由于现有产量大多依靠存量资产开发释放，伴随存量资产的产量持续释放以及资产产量衰减，不排除沙特原油供应边际增量越发紧张。参考沙特阿美年报，在建油田预计分别在 2024-2026 年分批投产，考虑到新油田均有较长的产能爬坡周期，新投产油田在投产后短期产量边际增量供应有限。2022 年 6 月份沙特月度产量再次逼近 2016 年年度产量峰值，说明沙特进一步挤压了老油田的产能，加速了存量资产的消耗速度，或导致富余产能的进一步下滑。

图表 8：沙特阿美已开发油田剩余储量（百万桶）



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表 9：沙特阿美主力油田产量平均衰减情况



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

注：2017 年为 100%即 2016/2017 年沙特阿美主力油田达产量峰值，2022 年约 82%指当前产量较油田峰值衰减约 18%。

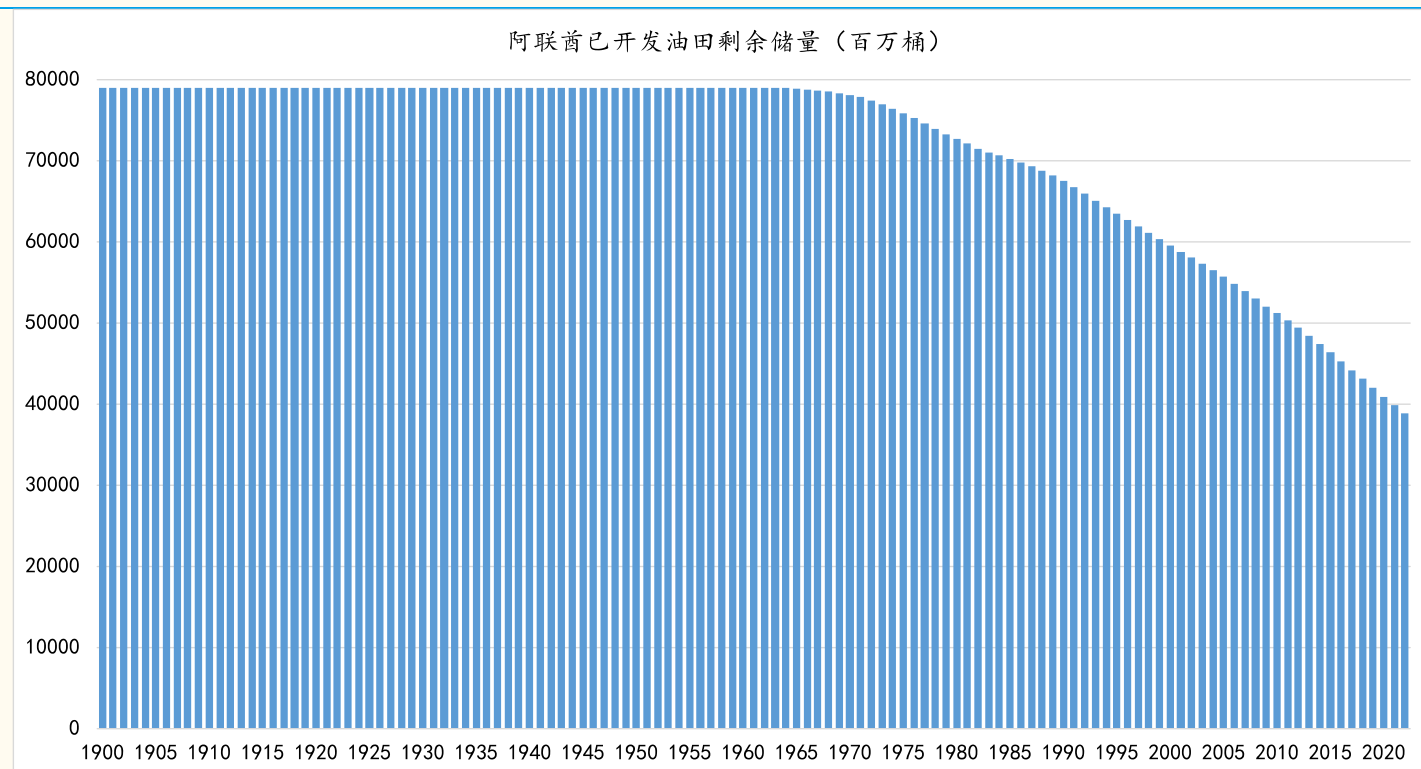
图表 10：沙特阿美在建油田

沙特阿美在建油田	现有储量（百万桶）	生产计划	计划投产时间
Dammam (Phase 1)	221.78	2024年/2026年分别增长25千桶/日和50千桶/日	2024年/2026年
Zuluf (expansion)	4174.92	新建一个设施，增加600千桶/日	2026年
Marjan (Expansion)	2196.05	300千桶/天	2026年
Berri (expansion)	1999.18	250千桶/天	2025年
总计	8591.93		

来源：Rystad Energy，沙特阿美年报，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

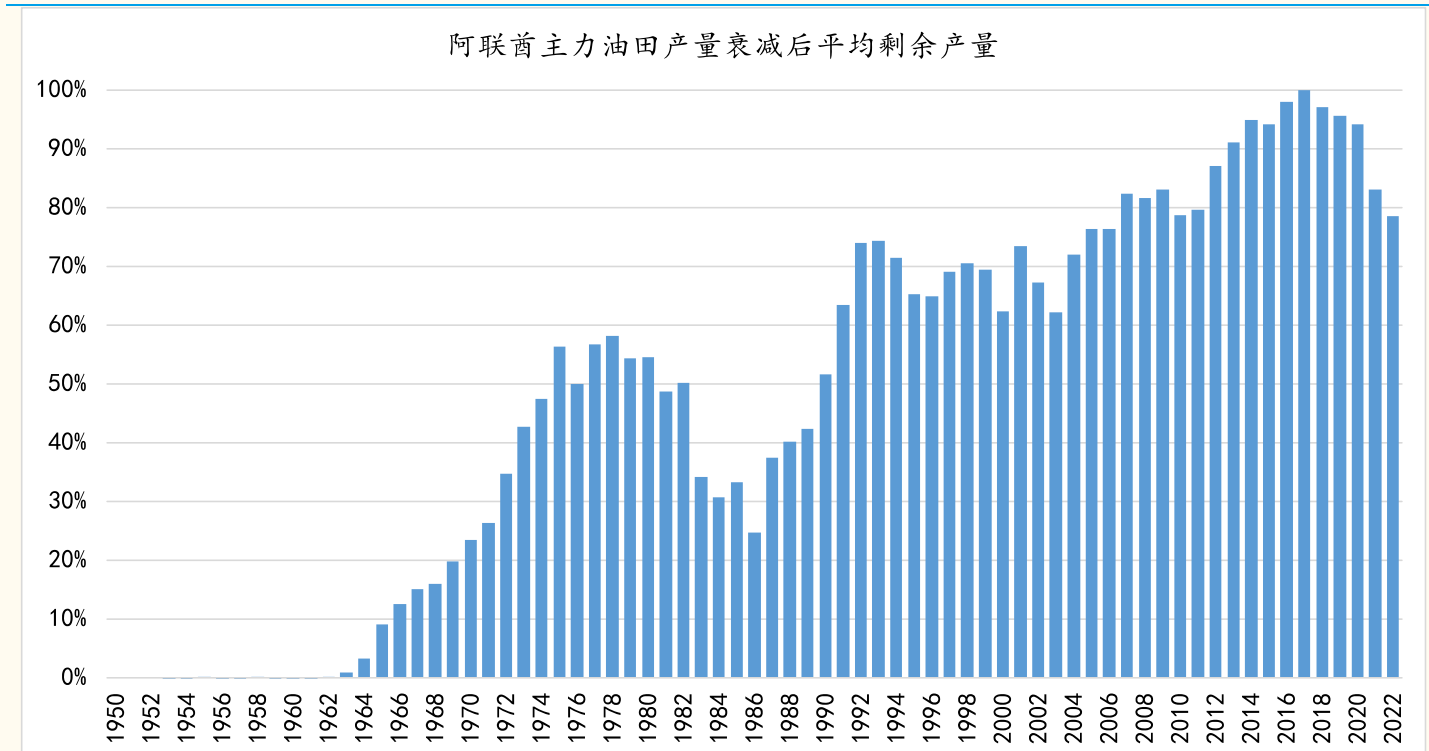
这一趋势同样出现在阿联酋的原油资产中，通过梳理阿联酋已开发油田剩余储量以及衰减表现我们发现，阿联酋主力油田（探明储量在 50 亿桶以上）平均开发周期已经超 53 年，且当前主力油田也表现出进入产量衰减期趋势。

图表 11：阿联酋已开发油田剩余储量（百万桶）



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表 12：阿联酋主力油田产量平均衰减情况



来源：Rystad Energy，国金数字未来 Lab，国金证券研究所

注：2017 年为 100%即 2016/2017 年沙特阿美主力油田达产量峰值，2022 年约 79%指当前产量较油田峰值衰减约 21%

2、风险提示

- 1、地缘政治扰乱全球原油市场：俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成供应端的不确定性，扰乱全球原油市场；
- 2、疫情爆发扰乱需求：当前奥密克戎对全球原油需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球原油需求产生负面影响可能性；
- 3、美国持续释放战略库存增加边际供应：当前美国宣布释放 100 万桶/天战略原油库存，供应端或带来增量，后续如果美国持续增加战略库存释放量，或对全球原油供需平衡有所改善。
- 4、美联储加息或抑制终端需求：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。
- 5、原油价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性；
- 6、卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响：卫星数据误差包括

与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。

- 7、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。
- 8、模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402