

沙特 1985 年原油价格战的回顾 ——原油价格研究系列之二

推荐 维持评级

分析师：裘孝锋 电话：(8621) 20252676 邮箱：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

分析师：王强 电话：(8621) 20252621 邮箱：wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

分析师：胡昂 电话：(8621) 20252671 邮箱：huang@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130512070003

1. 事件

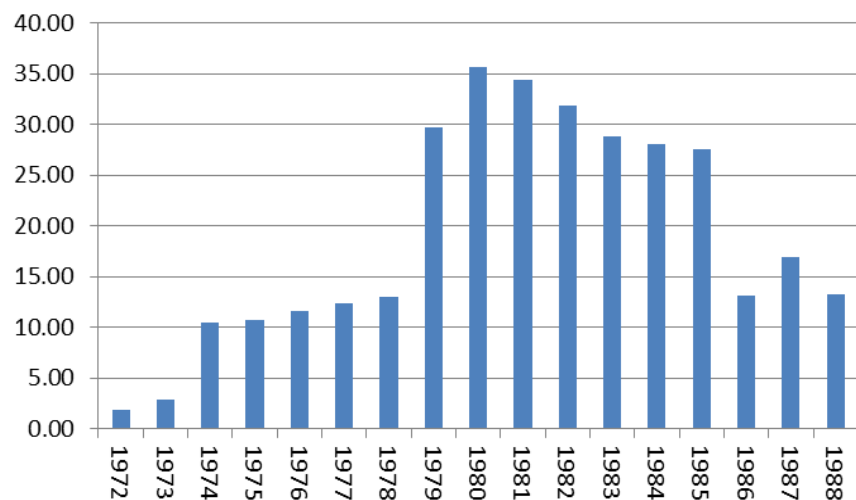
从 2014 年 8 月份以来，国际原油价格出现了大幅下跌，尤其是 11 月份以沙特为首的 OPEC 放弃了对全球原油产量的调整，显著地冲击了原油价格，Brent 和 WTI 都于近期跌破了 50 美元/桶。这是自 OPEC 组织成立以来，以沙特为首的 OPEC 第二次放弃对全球原油产量的控制，放弃作为价格控制者的角色。回顾 1986 年沙特的价格战历史，有助于我们对当前原油价格走势的理解和把握。但由于历史数据的缺乏，尤其是月度产量和库存数据的缺乏，我们只能恢复历史的大概面貌。

2. 我们的分析与判断

(一)、1985 年沙特原油价格战，半年油价见底，见底后反弹约 70%

在 1986 年沙特发动价格战之前，原油价格其实已经经历了两轮上涨，名义价格从 73 年的不到 3 美元，最高涨到了 35 美元，已经上涨了 12 年。

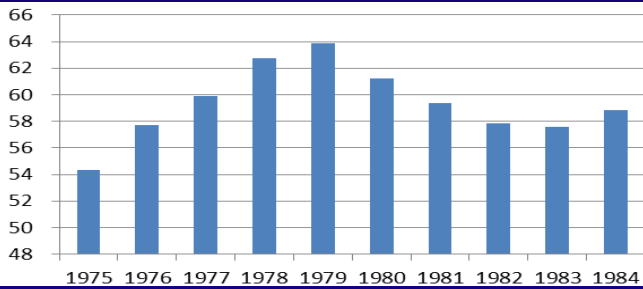
图 1: Dubai 价格 (名义)



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

原油价格长期在高位，导致了两个结果：第一是全球原油消费增长出现了绝对的下降，自 1979 年全球石油消费达到了 63.9 百万桶/天之后，出现了连续的 4 年下滑，到 1983 年，全球石油消费只有 57.6 百万桶/天，绝对量下降了 6.3 百万桶/天，相比 1979 年下降了约 10%。

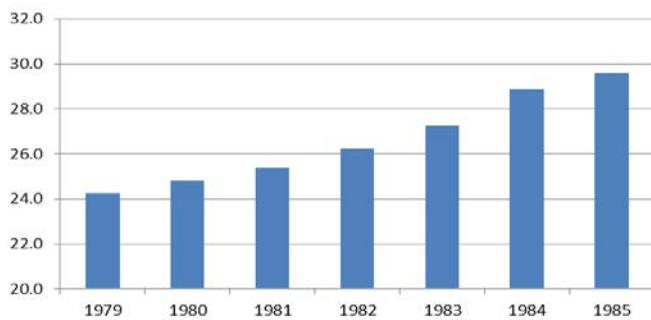
图 2: 全球石油消费量 (百万桶/天)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

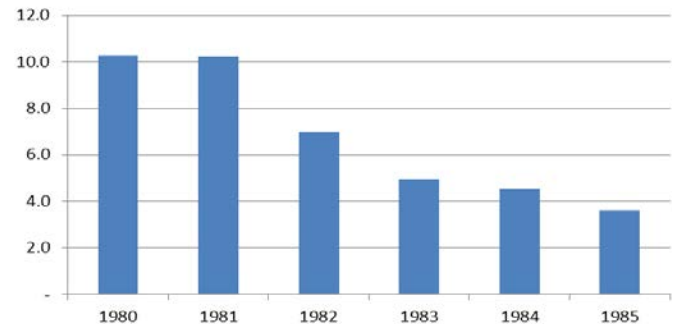
第二是长达十二年的原油高价格, 非 OPEC 国家加大了投资, 开发了以北海、墨西哥湾为代表的浅海海洋石油, 以及阿拉斯加、前苏联等均加大了产量, 使得非 OPEC 国家的原油产量从 1979 年的 24.2 百万桶/天增加到了 29.6 百万桶/天, 净增加了 4.2 百万桶/天, 相比 1979 年增长近 8%。

图 3: 非 OPEC 国家产量 (百万桶/天)



资料来源: 中国银河证券研究部

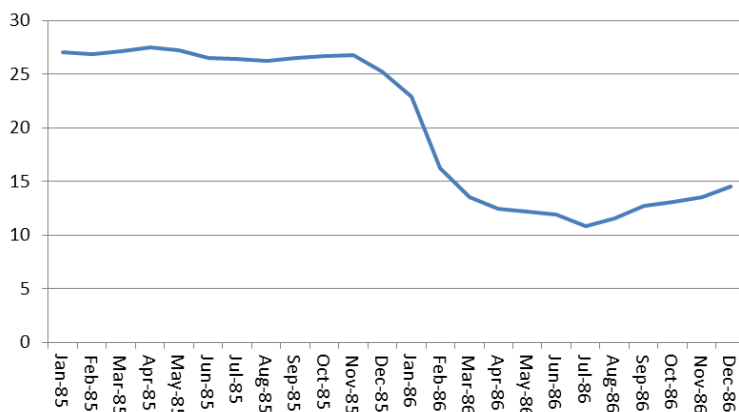
图 4: 沙特原油产量 (百万桶/天)



资料来源: 中国银河证券研究部

这几年中, 全球石油的绝对需求减少了 6.3 百万桶/天, 非 OPEC 国家产量净增加了 4.2 百万桶/天, 使得 OPEC 国家整体的产量从 1979 年的 30 百万桶/天, 下降到了 1985 年的 16 百万桶/天, 绝对量整整下降了 14 百万桶/天、下降近一半; 这其中, 沙特做出了重大牺牲, 产量从 1980 年的 10 百万桶/天下降到了 1985 年的 3.6 百万桶/天; 其余的很大部分是因为伊朗和伊拉克陷入战争, 使得产量出现大幅下降。

图 5: 美国进口原油价格 (名义)



资料来源: 中国银河证券研究部

沙特为了维持原油价格，与其他 OPEC 国家合作了 4 年，通过削减产量的方式把油价稳在高位。但市场份额的持续流失，从 1980 年的 41% 下降到了 1985 年的 27%，最终在 1985 年 12 月，沙特宣布了重获原油市场份额的意图。开始提高产量，冲击全球原油市场。

因为数据可得性的问题，我们采用了美国进口原油月度价格的数据来研究沙特价格战的后果。进口原油价格基本滞后国际现货原油价格一个月。从历史来看，自沙特 1985 年 12 月份宣布价格战以后，6 个月以后原油价格见底，月度价格最大跌幅在 57% 左右；随后在接下来的一年当中反弹了 70%。

（二）、本轮原油价格战与 1985 年的不同

这一轮价格战跟上一轮价格战有明显的不同：第一、全球石油需求只有在 2009 年出现了下降，2013 年的全球石油需求相对于 2008 年的石油需求增加了 6%；第二、从 OPEC 国家的市场份额来看，OPEC 的市场份额从 2008 年的 44% 下降到了 2013 年的 42%，仅仅才 2 个点，即使考虑 2014 年，OPEC 的市场份额依然在 40 个百分点以上；第三、这一轮 OPEC 国家的竞争对手是页岩油，页岩油的产量增长严重依赖于新增投资，它相对于北海、墨西哥湾对油价的波动承受能力明显弱；第四，但最大的不同是这一轮有丰富的原油期货衍生品，上一轮原油价格战的时候没有期货市场，期货市场的出现放大了原油价格的波动幅度。

3. 投资建议

从历史比较的角度来看的话，我们认为，原油价格会在 2015 年上半年出现底部，从历史的角度来看，跌幅已经接近，但原油期货市场的出现，不排除跌幅超过上一轮的可能性。另外，在原油底部出现之后，将在随后的一年内会出现 70% 以上的反弹力度。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、王强、胡昂，石化和化工行业证券分析师。3 人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

上海地区：何婷婷 021-2025 2612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：王婷 010- 66568908 wangting@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：刘思瑶 010- 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn