



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 3 月 1 日

石油天然气

研究部

关滨¹

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

原油价差背后

中金环球油气观察 (第 1 期)

美国中西部炼厂和墨西哥湾原油受益 WTI/布伦特原油价差。尽管过去几个月 WTI 较布伦特原油价格低企(图表 1)，但油品价格仍与布伦特原油保持联动(图表 2)。2010 年 11 月俄克拉荷马州(库欣所在州，PADD2 地区)汽油价格报每加仑 2.3 美元，而德克萨斯(PADD3 地区)汽油价格在每加仑 2.27 美元。Frontier Oil 和 Western Refining 等中西部炼厂受益于低原油高油品价这一优势。2011 年 2 月 11 日当周 PADD2 地区炼油商平均开工率为 93%，而美国全国同期平均水平为 81% (图表 3)。然而并非所有炼厂均能获得低价原油。《华尔街日报》援引 Valero 报道称，受库欣地区的物流问题限制，该公司每日仅能获得 30 万桶 WTI 原油。

WTI 与布伦特之间的高价差亦对墨西哥湾原油构成提振，因其走势追随布伦特原油。如路易斯安那轻质和重质低硫原油(LLS 和 HLS)同样显示出较 WTI 的高价差。相关受益公司包括加拿大的 Nexen Inc.(NXY)和 Talisman Energy Inc. (TLM)，以及总部位于美国墨西哥湾地区原油生产商 Apache Corp (APA)。

库欣地区高库存水平及运输能力的限制是 WTI 原油价格走低的主要原因。库欣作为 WTI 的交割地，其 2 月库存已经涨至 2004 年以来的历史最高位，达到 3770 万桶(图表 4)。美国能源情报署的数据显示，目前库欣原油库存比 2009 年和 2010 年二月平均水平高出 15.6%，增幅远高于美国平均增幅 0.6%。此外，来自加拿大的进口石油也推高了库欣库存水平。TransCanada 的 Keystone 输油管线扩能项目二期于 2 月 8 日开始运行，其输送能力可达每日 59 万桶，进一步增加库欣原油库存压力。

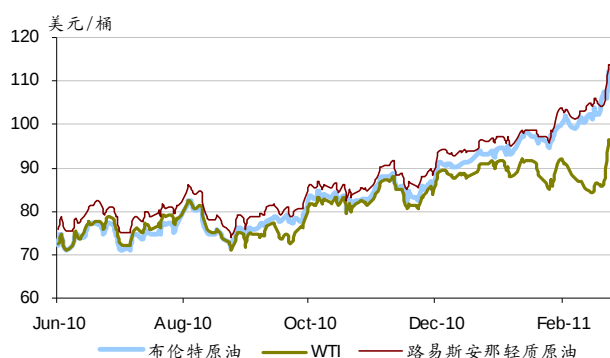
Raymond James 提供的信息显示，在缺乏足够的输油管线将储存在库欣的石油运往墨西哥湾地区的情况下，石油生产商可以通过铁路输送石油，运费约为每桶 4 至 6 美元，也可选择卡车运输，运费每桶 8 到 10 美元。然而这些替代运输工具只有在布伦特与 WTI 维持高价差的时候才有经济效益，同时其运力也有限。如果 WTI 与布伦特原油之间的高价差持续存在，在新的输油管道如 2013 年有望开通的 Keystone 管道 XL 建成之前，卡车运输有可能进一步增加。

美国页岩油开发前景广阔，未来有望成为其产量增长亮点。据美国能源情报署预测，2011 年和 2012 年美国原油总量(包括国内原油产量和进口原油)年平均增长 0.4%。包括阿拉斯加和墨西哥湾地区在内的油田产量将下降，而来自美国本土 48 州的产量有望增加，特别是 Bakken 页岩区将可能做出较大贡献。尽管目前的产量有限，但 Bakken 页岩区产量已经在快速增长，成为 PADD2 的一个主要增产地。Bakken 页岩区主要所在地北达科他州的原油产量由 2009 年 9 月的 714 万桶增加到 2010 年 9 月的 1026 万桶(相当于平均日产 34 万桶)，同比增幅 43.7% (图表 5)。据 AMSO 称，未来 5-8 年内 Bakken 页岩油日产量预计将增长至每日 100 万桶，几乎相当于美国当前进口量的 10%。

新的地区基准原油有望出现。过去几个月 WTI 与布伦特原油走势出现背离，且布伦特原油自身产量不断下降，在这种情况下，新的基准原油品种可能出现。如国际能源署提及的俄罗斯的 ESPO 混合原油，比布伦特原油的运输时间短、运费低廉，使用限制也比中东原油少，有可能因此成为亚洲地区的基准原油。

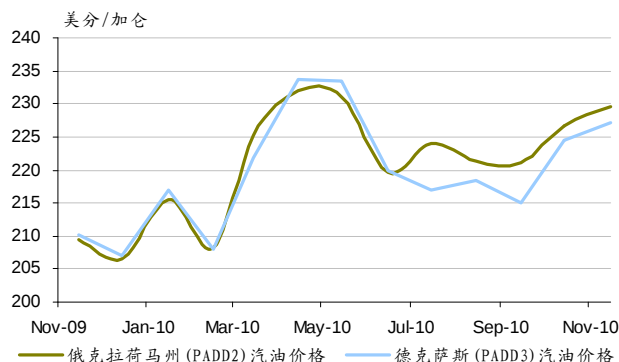
¹ 作者感谢姚远、何帅对本报告的贡献

图表 1: 原油价格走势



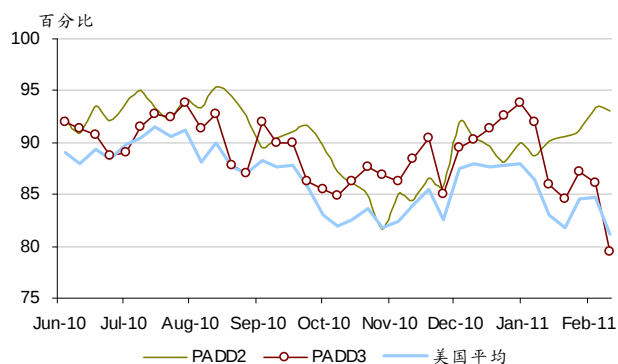
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 美国汽油价格走势



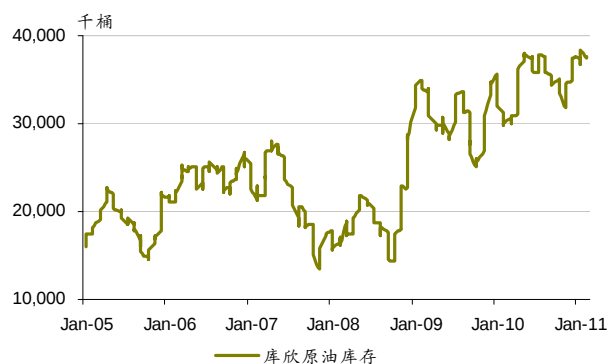
资料来源：美国能源情报署、中金公司研究部

图表 3: 美国炼厂开工率



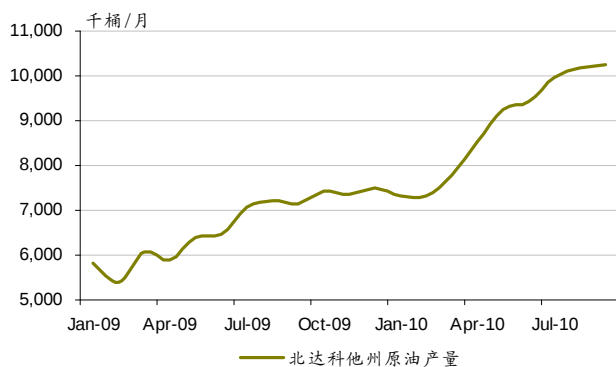
资料来源：美国能源情报署、中金公司研究部

图表 4: 库欣原油库存量



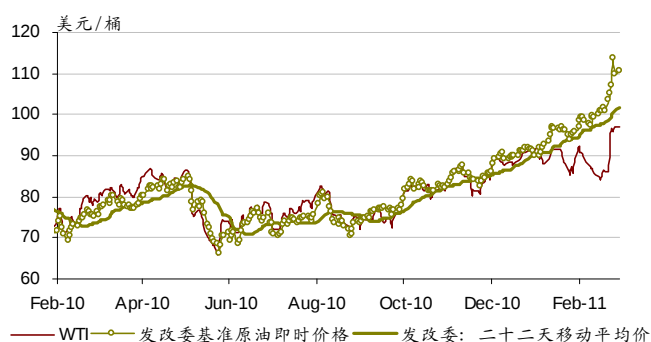
资料来源：美国能源情报署、中金公司研究部

图表 5: 北达科他州原油产量趋势



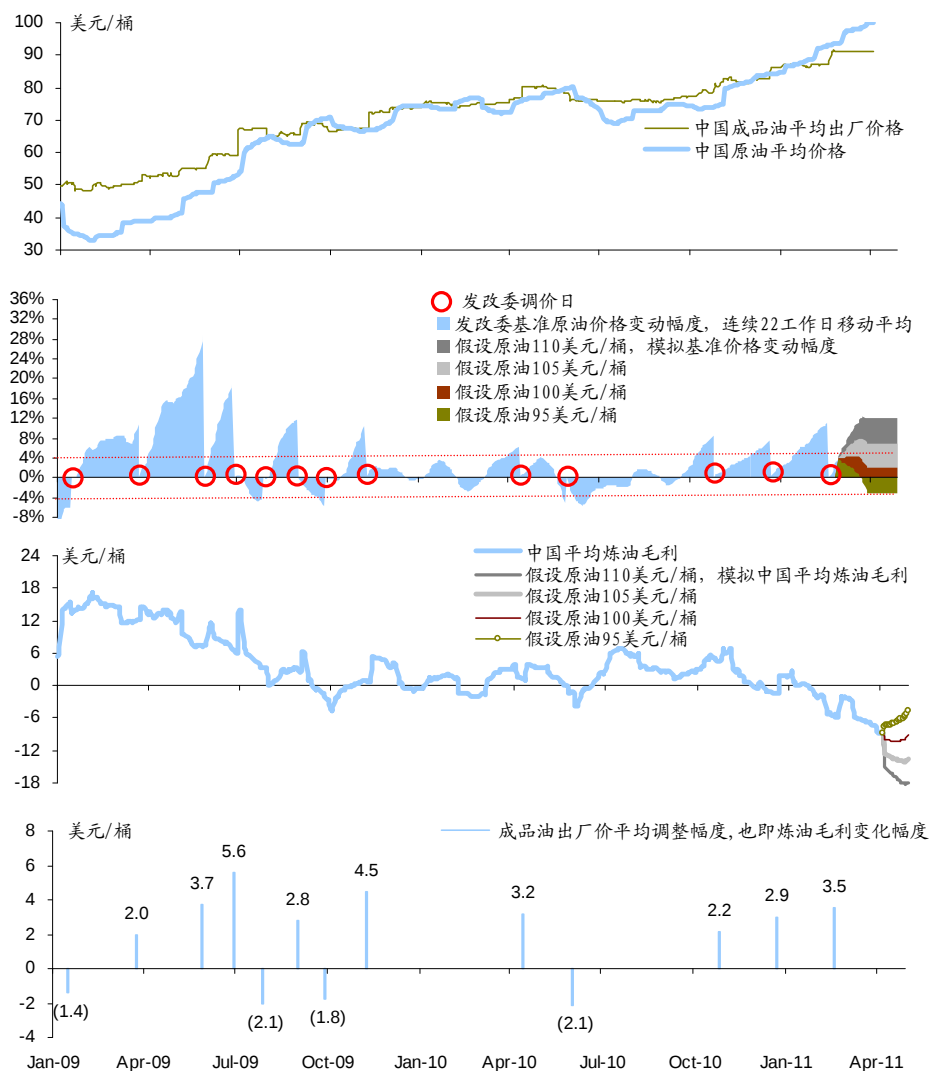
资料来源：美国能源情报署、中金公司研究部

图表 6: WTI 和发改委基准原油价格走势



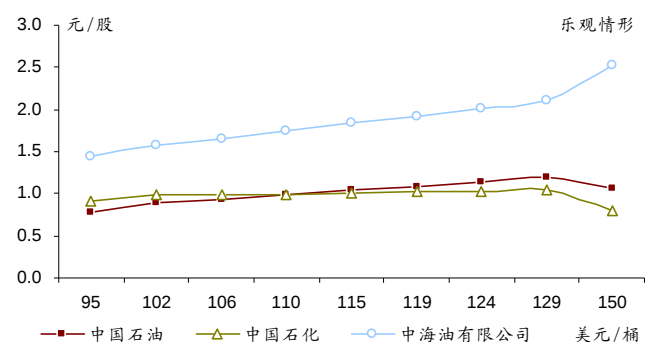
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表7：中金监测：中国成品油平均出厂价、原油综合采购成本、发改委基准原油价格、国内炼油毛利及调价幅度



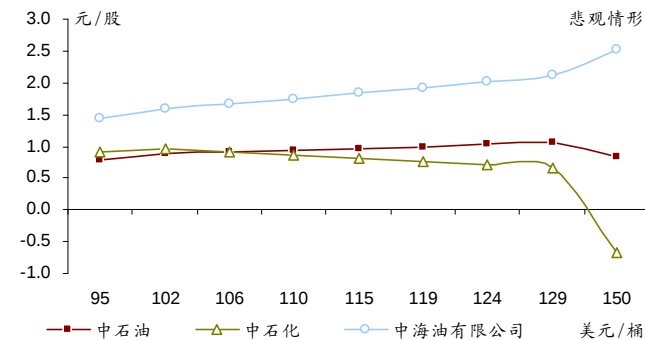
资料来源：彭博资讯、发改委、公司数据、中金公司研究部

图表8：石油公司盈利预测 - 乐观情形



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表9：石油公司盈利预测 - 悲观情形



资料来源：公司数据、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED