



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年6月30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

从 IEA 释放战略石油储备 反思美国能源政策和影响

投资提示：

中美两大经济体对能源政策的不同取向将可能有利于减少国际油价的波动和震荡。随着近期国际原油价格下滑，国内炼油和销售综合毛利的趋势将进一步得到改善，中石化、上海石化等公司将获益。重申中国石化 A 股和港股推荐的投资评级，以及 12 元人民币和 11 港币的目标价格。

理由：

美国政府对能源价格的干预在增强，更低的能源成本已经成为促进复苏的政策手段之一。近期意在平抑国际高油价的国际能源署战略石油储备释放、对大型油气公司停止税收补贴政策提案的否决以防止其国内产量降低，以及对炼油商是否操纵油价进行反竞争调查等一系列措施，都反映了美国政府针对高企的能源价格开始进行更多的政策性干预。

中国政府对能源价格的干预在减弱，在油品终端消费定价方面日趋市场化，而政府在国内发达地区允许更高的能源价格将是推进结构调整的必要政策手段。中国政府近期已经大幅度调低甚至取消保护性的油品进口关税，并重申将进一步“完善”成品油定价机制，允许石油公司缩短调价周期以更及时反映市场供需变化。与此同时，发达和欠发达地区间的油品规格和定价差距也在加大。较高的油价在发达地区促进了节能环保和财富再分配。这一趋势将可能长期延续。

价值重估可能出现。传统自由市场经济中的石油公司可能面临更多政策干预，其股价估值水平可能因此受到拖累；于此相反，一贯受到定价管制的中国石油公司，由于市场化程度加深和提价的大背景，估值修复的可能性在不断提高。

风险提示：

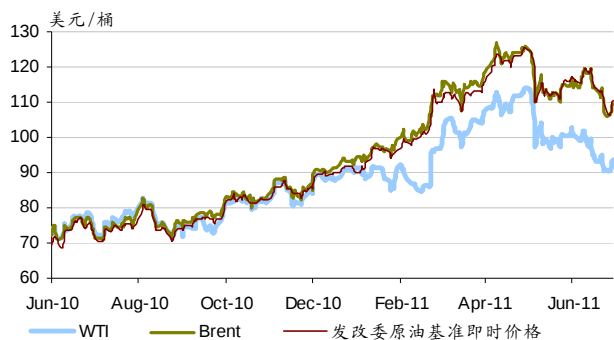
成品油价格上调和新定价机制出台时间推迟；Brent 和 WTI 原油正价差不断扩大短期内对炼油毛利带来额外压力；上游成本不断上升；储量替代率下降；计提大额资产减值。

¹ 作者感谢报告贡献人：姚远、何帅

美国能源政策的调整？过去几个月全球油价飙升对于全球、特别是美国经济带来巨大负面影响，而欧佩克未能在成员国之间达成增产协议。6月23日国际能源署宣布将在未来30天中释放6000万桶的战略石油储备库存。注意到国际原油价格在国际能源署宣布战略石油储备投放之前已经有所下跌，欧佩克未能达成增产共识也是在两周之前。而国际能源署此次选择释放战略石油储备的时点紧随美联储主席伯南克发表近期不会实施第三轮量化宽松政策，但不彻底排除在未来使用这一手段可能性的讲话。事实上美国在3月的国会研究报告中已经开始讨论释放战略石油储备的选择。同时，今年上半年以来，美国政府也采取了对能源行业的相关行动，以保证其国内产油和控制油品价格，包括5月关于对大型油气公司停止税收补贴政策的提案被否决，以及6月对炼油商操纵油价的反竞争调查等措施。同时，美国国内一直有反对声音质疑奥巴马政府的环境安全政策过激，导致其国内油气开采不够，特别是BP漏油事件之后墨西哥湾地区产量的损失，影响其国内原油供应，拉高油价。虽然考虑美国国内对于补充战略石油储备的花费长期存在争议和实际的操作难度，战略石油储备释放难以作为一项常规手段实施，但是近期美国政府的各种措施都暗示了其对于政府干预调节能源价格的倾向。

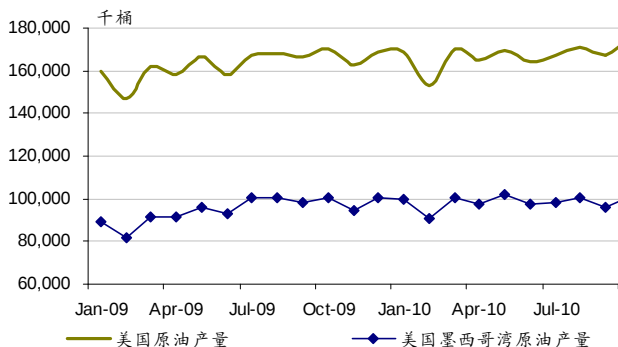
美国是国际能源署的战略石油储备释放的主导国家。此次6000万桶战略石油储备投放中的3000万桶将来自美国，因此美国本国利益驱动依然为此行动的主导。美国的战略石油储备规模居世界首位，其建立源自1973年的第四次中东战争，目前战略储备全部位于得克萨斯和路易斯安那湾海岸的4个巨型地下深部盐穴，贮存能力达7.27亿桶。根据2001年3月达成的协议标准，国际能源署的28个成员国应建立相当于该国90天石油净进口的战略性石油储备，包括政府储备和企业储备。

图表1：国际原油价格与中国发改委基准原油即时价格



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表2：美国墨西哥湾原油产量近年一直比较平稳



资料来源：EIA，中金公司研究部

美国战略石油储备的释放通过销售或轮库方式进行。战略石油储备通常有两种投放方式：销售或轮库。轮库指用联邦储备与企业储备进行临时交换，事后须按要求时间归还，归还的原油质量至少是同等品质；归还原油的数量还需按比例增多，即加上“利息油”（类似于还贷利息）；“利息油”的数量和归还日期通过协议谈判决定。轮库协议可能在企业提出此类要求之后的几天内达成；而战略石油储备的销售和投放完全在网上进行，最早可于销售交易达成后的约两周内开始交付。

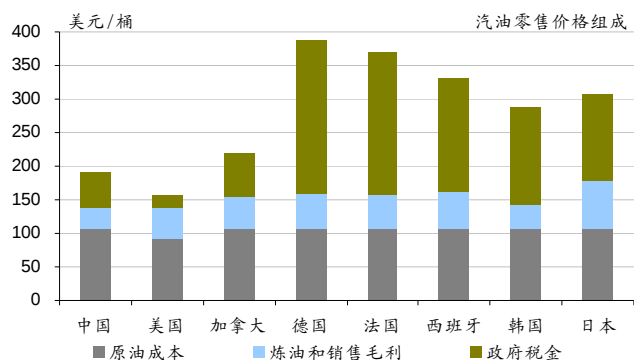
补充战略石油储备的时间无明确限定，短期回补可能性不大。以卡特里娜飓风引起的战略石油储备释放为例，飓风发生后释放的原油储备是在较长一段时间内逐步归还的。从2005年秋末开始归还当时借出的石油，最后一次还油时间为2007年5月。当时销售的石油后来是通过石油权利金项目逐步收回的。直至2008年4月，美国战略石油库存基本恢复至卡特里娜飓风发生前的水平。因此，持续且时间较长的战略石油储备补充难以在短期内对油价造成冲高。

美国什么时候释放战略石油储备？美国战略石油储备最初的投放条件为原油供应的实际“中断”或“短缺”，但是随着高油价和实际供应量的关联性减弱（如卡特里娜飓风造成炼厂受损影响炼油而并非实际原油供应短缺），战略石油储备的投放逐渐进一步扩充为一项防御性政策工具以平抑高油价。另外，早在1984年，美国政府就向国际能源署施压，要求其原则上对于战略石油储备采取“早期投放”政策，在事态严重化前尽早进行干预，以防止低级别或区域性短缺升级。美国在海湾战争中的战略石油储备投放就是在海湾战争最初期实施的。美国第102届国会期间更是扩大投放条件，“对全国经济造成重大负面影响的油价高企”情况也被列入投放契机。

利比亚轻质低硫原油产量的缺失对欧美炼厂造成冲击。利比亚战乱导致全球原油供应减少了1.5-2.0%，特别需要注意的是，利比亚的油以轻质低硫甜油为主，这使依靠这种油品的欧美、特别是欧洲炼厂遭到重创。虽然沙特此前曾表示愿意增加原油产量，且该国在欧佩克剩余产能中占绝大部分，但沙特生产的多数是酸性重质原油，即使其增加产量，也难以完全弥补利比亚轻质低硫甜油产量的损失。因此，战略石油储备的释放将有助于缓解轻质低硫原油实际短缺的局面，并减轻今年全球原油价格大幅飙升对经济复苏造成的压力。

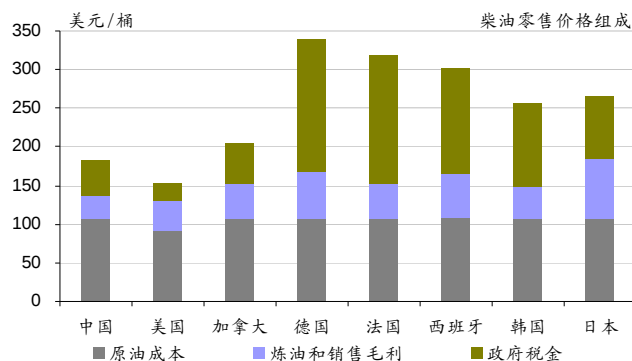
中国将受益于战略石油储备释放带来的国际油价下跌，但受进口原油品质结构影响，预计受益空间将较为有限。中国的原油进口高度依赖欧佩克国家，进口原油中很大一部分是重质高硫原油。而此次国际能源署成员国将主要释放轻质低硫原油，因此轻质低硫原油比例较高的消费国/进口国将为最大的受益者。当然，随着全球原油市场的供需在战略石油储备释放后进一步趋于平衡，类似于前几次的情况，全球原油价格还会大幅下挫，中国则从全球油价下跌中获益，进口性通胀压力也会降低。由于不同国际基准油价的跌幅不同，中国进口成本并未出现和美国等地相同程度的下降，中国市场实际受益程度不高。短期国内油品终端价格下降的压力不大。

图表 3：全球不同国家汽油零售价格组成



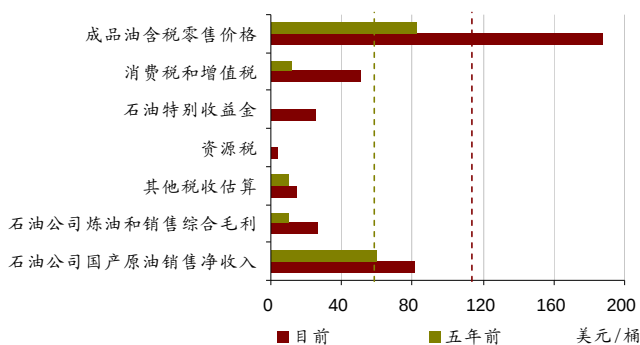
资料来源：彭博资讯、行业数据、中金公司研究部

图表 4：全球不同国家柴油零售价格组成



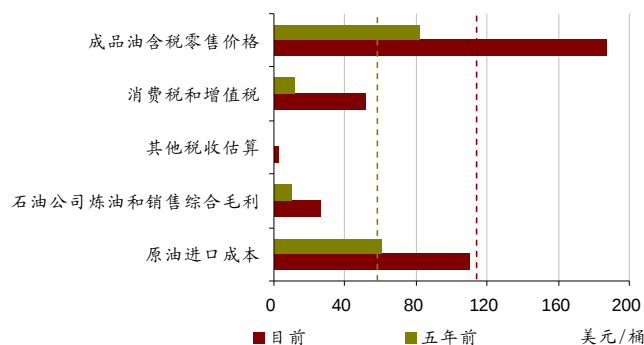
资料来源：彭博资讯、行业数据、中金公司研究部

图表 5：中国成品油含税零售价格组成 - 国产原油



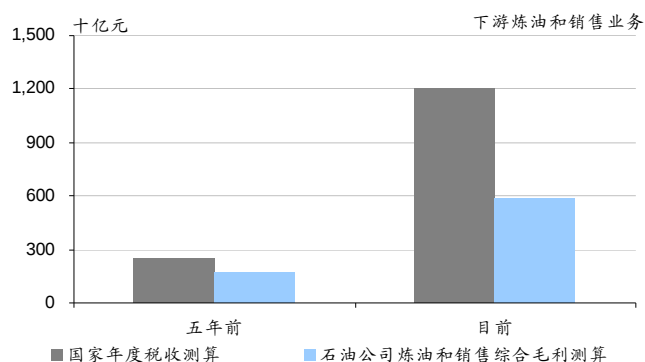
资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 6：中国成品油含税零售价格组成 - 进口原油



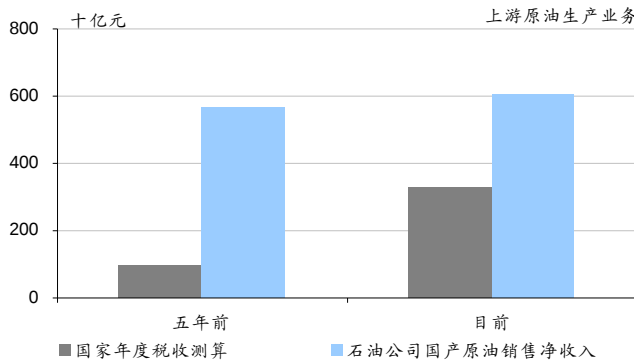
资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 7：中国下游炼油和销售业务政府税收



资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、中金公司研究部

图表 8：中国上游原油生产业务政府税收



资料来源：彭博资讯、CEIC，行业新闻、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/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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

