



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

行业聚焦
研究报告

2011 年 7 月 5 日

能源

大宗商品研究

孔庆影*

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210060015
kongj@cicc.com.cn

中国石油需求增速放缓

中国石油需求增速放缓, 与我们预期基本一致

4, 5 月份中国石油需求为 1000 万桶/天, 同比增速由一季度的 8.7%, 降至 5.3%。随着经济增速放缓, 中国石油需求增速放缓与我们预期基本一致。往前看, 我们维持对 2011 年下半年油品需求放缓的观点不变, 6 月份 PMI 指数的下滑显著, 预示着制造业扩张速度可能进一步放缓。

成品油进口量下降, 主要因地炼毛利下降导致的燃料油进口降低

成品油进口量在 4, 5 月份显著下降, 主要由于地炼毛利下降导致燃料油进口降低。4, 5 月份的成品油进口量为 69 万桶/天, 较一季度下降 11 万桶/天, 其中燃料油进口下降显著, 较一季度下降 6 万桶/天。

但是, 进入 6 月中旬以后, 随着进口成本的回调, 地炼毛利逐步回升, 结合国内大型炼厂迎来检修高峰期, 预期燃料油需求有望回升。同时, 国家将 5-7 号燃料油关税由 6%降低至 1%。因此, 需求的回升和关税的下调有望使燃料油进口量上升。

柴油出口量再度下降, 供应依然偏紧, 但 7, 8 月紧张局面将有所缓解

柴油出口量在 4, 5 月份进一步下降, 与我们预期一致, 体现出当前柴油供应依然偏紧。

但往前看, 我们认为柴油供应紧张的局面将有所缓解。虽然国内炼厂在 6-8 月为检修高峰, 但 7 月份的检修量将低于 6 月份, 而 8 月份的检修量也略低于 6 月份, 因此相比 6 月份较大的检修力度, 7, 8 月因炼厂检修导致的供给减少相对有限。但随着小麦收割以及玉米夏播的结束, 以及休渔期的到来, 季节性因素将减轻柴油需求的压力。并且, 近日国内部分加油站已开始降价促销。同时, 柴油库存近期有所回升, 并维持高位, 5 月份柴油库存上升 222 百万桶至 7637 万桶, 已接近 3 月份水平。

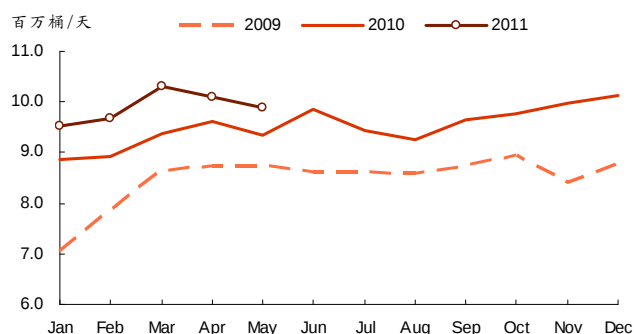
* 报告贡献人: 张烁, 郭朝辉

中国石油需求增速放缓

中国石油需求增速放缓，与预期基本一致

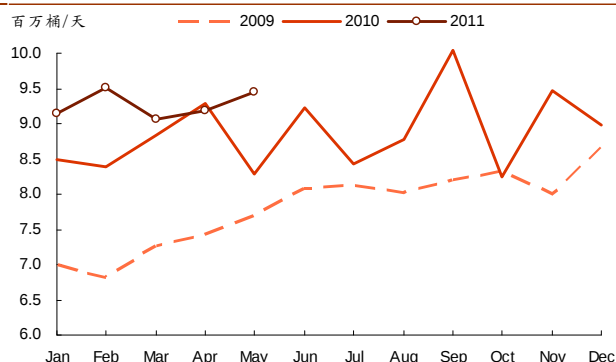
4, 5 月份中国成品油需求为 1000 万桶/天, 同比增速由一季度的 8.7%, 降至 5.3% (图 1)。原油的真实需求为 931 万桶/天, 同比上升 6.4%, 增速也低于一季度的 8% (图 2)。随着经济增速放缓, 中国石油需求增速放缓, 与我们预期基本一致。不过, 近期由于南方旱涝急转, 持续降雨导致基建, 运输行业开工不畅, 用油减少, 石油需求略低于我们预期 10 万桶/天。

图表 1: 成品油真实需求



资料来源: CEIC、OGP、中金公司研究部

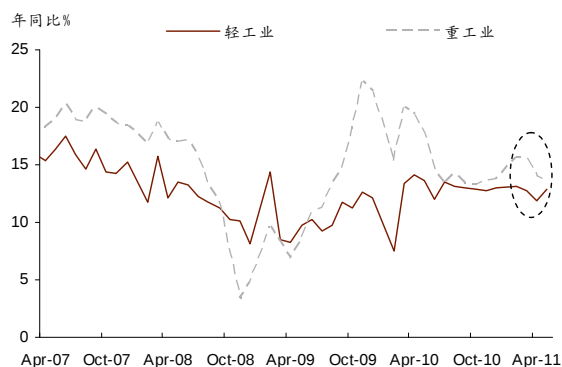
图表 2: 原油真实需求



资料来源: CEIC、OGP、中金公司研究部

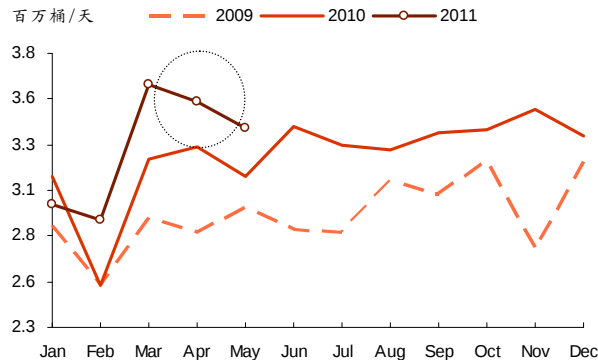
4, 5 月份的需求放缓, 基本印证了我们对中国油品需求放缓的判断。因为一系列紧缩性政策的作用已经逐渐显现出来。分油品看, 柴油需求已从 3 月份的高点有所下降, 这与近期工业增速的下降一致 (图 3 和 4)。同时, 受柴油需求放缓, 地炼毛利下滑的影响, 燃料油的需求相比一季度下降 14 万桶/天 (图 5)。此外, 2011 年初以来实际固定资产投资以及在建和新开工项目的增速均已出现下滑 (图 6 和 7), 这也由与基础设施建设相关的沥青需求的下滑中得以体现 (图 8)。往前看, 我们维持对 2011 年下半年油品需求放缓的观点不变, PMI 指数在二季度下滑显著, PMI 指数从 3 月份的 53.4 下滑至 6 月份的 50.9, 预示着制造业扩张速度可能进一步放缓 (图 9)。

图表 3: 近期工业增速下降



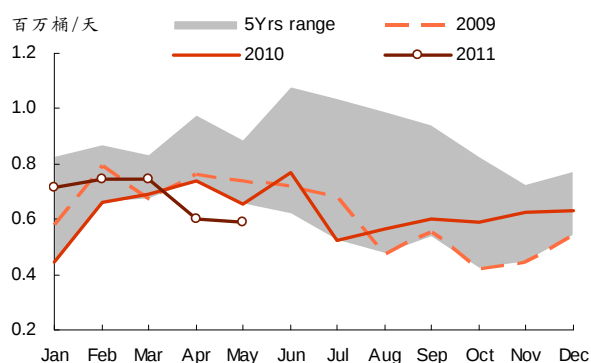
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 4: 柴油需求从 3 月份高点有所下降



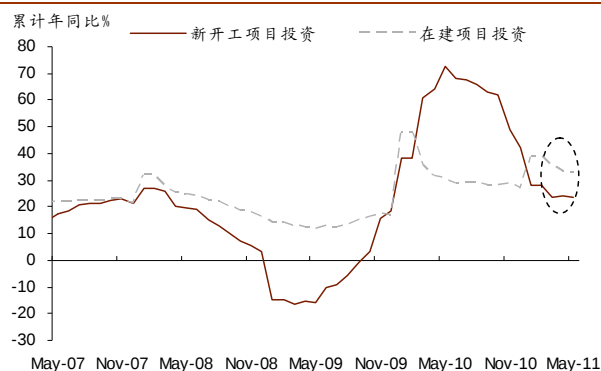
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 5: 燃料油需求下滑



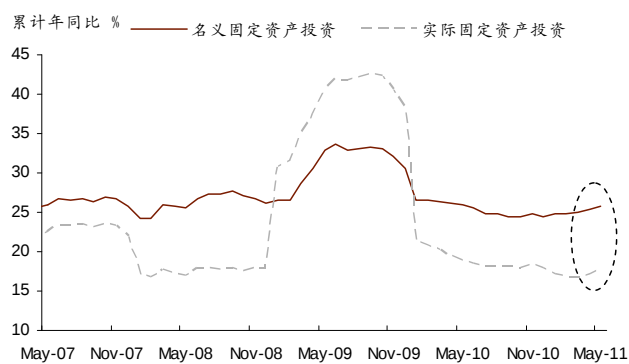
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 6: 新开工建设



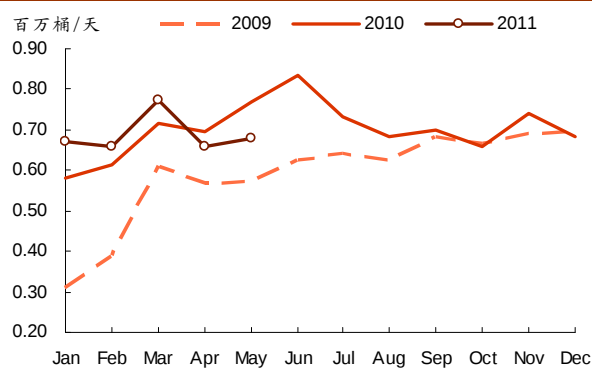
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 7: 固定资产投资额



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 8: 沥青需求下降



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 9: PMI 预示制造业增速可能进一步放缓

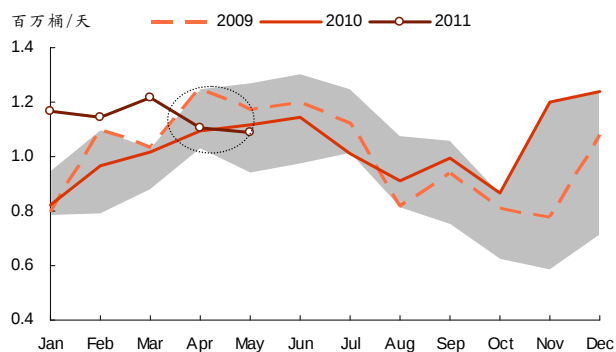


资料来源: CEIC、中金公司研究部

4, 5 月份成品油进口量下降主要因地炼毛利下降导致的燃料油需求降低

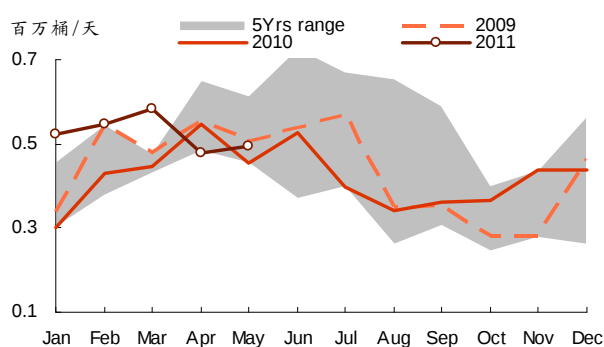
成品油进口量在 4, 5 月份显著下降, 主要由于燃料油进口下降导致。4, 5 月份的成品油进口量为 69 万桶/天, 较一季度下降 11 万桶/天, 5 月份成品油的进口量已低于 2010 年水平 (图 10)。燃料油进口量较一季度下降 6 万桶/天 (图 12 和 13)。

图表 10: 4, 5 月份油品进口量迅速下降



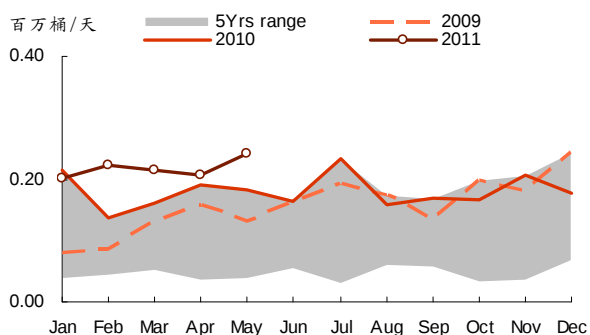
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 11: 燃料油进口量下降显著



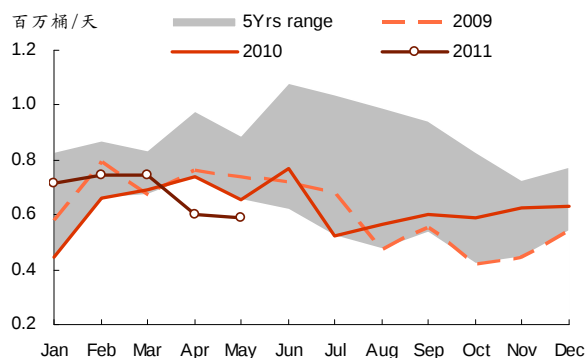
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 12: 而燃料油出口量出现上升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

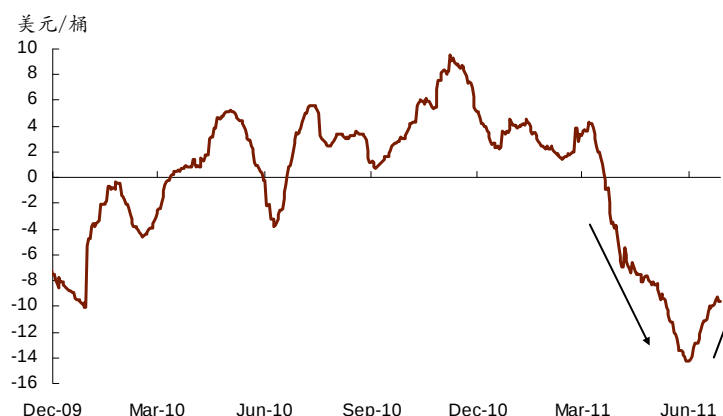
图表 13: 4, 5 月份燃料油需求下滑



资料来源: CEIC、中金公司研究部

燃料油 4, 5 月份进口的下滑, 主要因地炼毛利下滑抑制燃料油需求。4, 5 月份燃料油需求仅为 60 万桶/天, 较一季度的 74 万桶/天, 下滑 19% (图 13)。由于 4, 5 月份燃料油进口成本正处于维持高位, 而 4 月 7 日以后国家并未再次上调成品油价格, 同时结合二季度成品油需求增速的下滑, 导致作为国内主要燃料油消费者的地方炼厂毛利下滑明显 (图 14), 进而导致燃料油需求低迷, 进口量迅速下滑。

图表 14：地方炼厂毛利



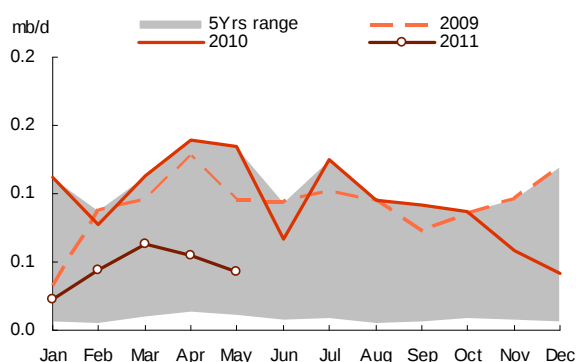
资料来源：CEIC、中金公司研究部

但是，进入 6 月中旬以后，随着进口成本的回调，地炼毛利逐步回升，结合国内大型炼厂迎来检修高峰期，预期燃料油需求有望回升。同时，国家将 5-7 号燃料油关税由 6% 降低至 1%。因此，需求的回升和关税的下调有望使燃料油进口量上升。

柴油出口量再度下降，供应依然偏紧，但未来供应紧张局面将有所缓解

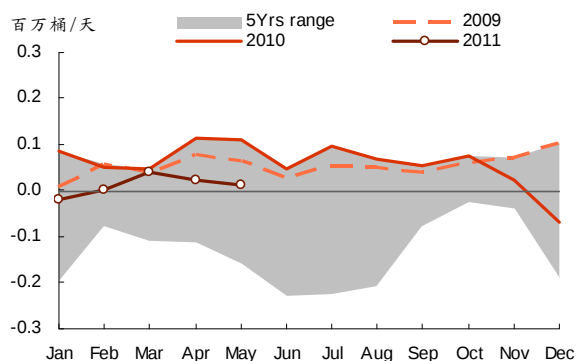
柴油出口量在 4、5 月份进一步下降，与我们预期一致（图 15）。我们在 2011 年 5 月 9 日报告《2011 中国石油需求增长稳健》中提到中国有再度成为柴油净进口国的可能，主要因为用电高峰带来的需求增加，和炼厂负炼油毛利带来供给减少，导致柴油市场将近期供应偏紧。实际上，除去去年下半年的拉闸限电引起的柴油荒时，中国在 2010 年 12 月和 2011 年 1 月两个月出现了柴油净进口的局面，2009 年以来我国柴油主要处于净出口的状态（图 16）。因此，出口量 4、5 月份的再度下降体现出供应依然偏紧。并且，柴油批发毛利在 6 月份维持高位也体现出近期供应依然紧张（图 17）。

图表 15：柴油出口量再度下降



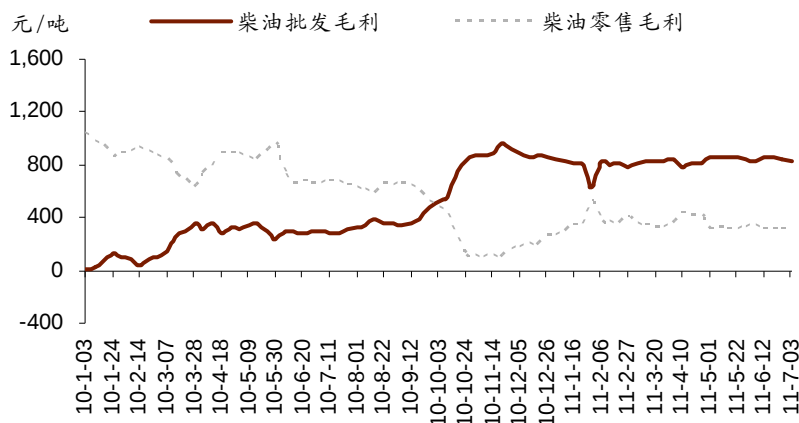
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 16：柴油净出口季节趋势



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 17：柴油批发毛利维持高位



资料来源：CEIC、中金公司研究部

但往前看，我们认为柴油供应紧张局面将有所缓解。

供给方面，虽然国内炼厂在 6-8 月为检修高峰，但 7 月份的检修量将低于 6 月份，而 8 月份的检修量也略低于 6 月份。6 月份涉及检修的一次加工能力 4300 万吨，而 7、8 月份计划检修将分别涉及一次加工能力 2880 万吨和 4030 万吨，占全国炼油能力的 5%和 7.5%（图 18 和 19）。因此，相比 6 月份较大的检修力度，7、8 月因炼厂检修导致的供给减少相对有限。

但需求方面，随着小麦收割以及玉米夏播的结束，以及休渔期的到来，季节性因素将减轻柴油需求的压力。近三年 7、8 月份的柴油真实需求平均比 6 月份需求降低 13 万桶/天或 4%。

图表 18：柴油库存维持高位

炼厂	停工时间	检修装置	检修能力(万吨)	地址
大连石化	2011年5月20日-6月26日	常减压	1000	辽宁
青岛石化	2011年6月7日-6月14日	常减压	500	山东
青岛炼化	2011年6月20日-8月5日	全厂检修	1000	山东
锦西石化	2011年6月15日-7月25日	常减压	300	辽宁
兰州石化	2011年6月20日-7月20日	常减压	500	甘肃
荆门石化	2011年6月24日-7月9日	常减压	150	湖北
巴陵石化	2011年7月1日-8月14日	全厂检修	180	湖南
茂名石化	2011年7月中旬	常减压	250	广东
九江石化	2011年7月中旬-8月中旬	全厂检修	500	江西
独山子石化	2011年8月	全厂检修	1000	新疆
呼和浩特石化	2011年8月下旬	关停	150	内蒙古
中海油惠州	2011年8月	全厂检修	1200	广东
2011年6月份计划检修涉及的一次加工能力			4300	
2011年7月份计划检修涉及的一次加工能力			2880	
2011年8月份计划检修涉及的一次加工能力			4030	

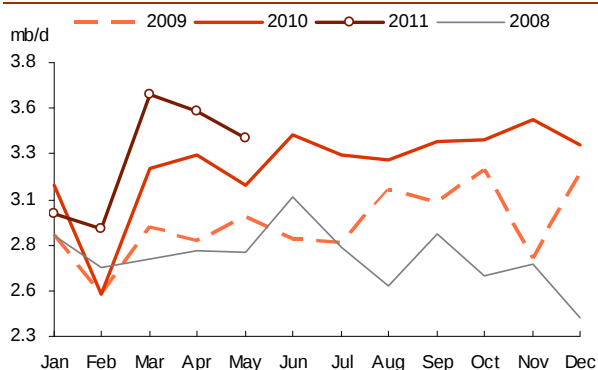
资料来源：隆众石化资讯、中金公司研究部

图表 19: 23 家主营炼厂利用率



资料来源：隆众石化资讯、中金公司研究部

图表 20: 季节因素导致 7、8 月份柴油需求下降

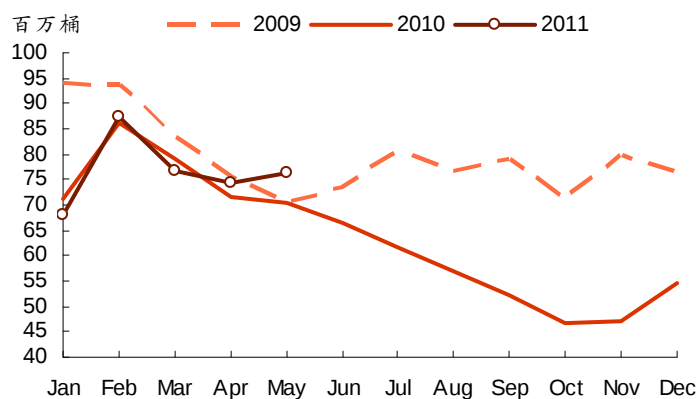


资料来源：CEIC、中金公司研究部

实际上，即使在炼厂大幅检修的情况下，近日国内部分加油站已开始降价促销，如有报道称深圳，武汉和昆明的加油站开始对汽柴油降价促销，其中武汉柴油批发价每吨降 50 元¹。

同时，柴油库存近期有所回升，并维持高位，5 月份柴油库存上升 222 百万桶至 7637 万桶，已接近 3 月份水平（图 19）。

图表 21: 柴油库存维持高位



资料来源：CEIC、中金公司研究部

¹ 国际石油网

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

