

**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 9 月 16 日

能源

大宗商品研究

孔庆影分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongj@cicc.com.cn**张烁**联系人, SAC 执业证书编号: S00801110110027
zhangs4@cicc.com.cn**郭朝辉**联系人, SAC 执业证书编号: S0080111090007
guoch@cicc.com.cn

中国需求总体增长稳健, 增速平稳放缓

中国油品需求增速平稳放缓, 与我们预期基本一致

七、八月份中国油品需求平均约为 995 万桶/天, 年同比增速 5.4%, 低于上半年同比增速 6.3%。同时, 相比七月份, 八月份需求并没有出现进一步下降, 虽然八月份原油加工量环比下降, 但成品油进口量环比上升, 显示八月份中国需求增长依然稳健。这与我们年初以来对中国需求增速放缓, 但总体增长保持稳健的预期基本一致。

往前看, 在走出消费淡季后, 油品需求在四季度有望受季节性推动而回升。然而, 应该看到, 近三个月的制造业 PMI 维持低位运行, 喻示潜在的经济增长乏力。同时, 这也符合宏观组对四季度 GDP 以及国内工业增加值进一步放缓的判断。因此, 我们维持今年后半年油品需求增速逐渐放缓的判断。

八月份原油库存可能有小幅上升

我们预期八月份原油库存可能有小幅上升。由原油进口量环比上升带动, 原油表观需求环比上升, 但是与原油真实需求紧密相关的原油加工量却出现环比下跌, 两者结合预示八月份原油库存可能上升。

近期油品需求波动剧烈, 与平淡无奇的宏观经济表现相左

根据近期公布的统计数据, 经计算所得的中国油品需求在六月份出现大幅下挫, 而后又出现了大幅反弹, 很多投资者关心这样的波动是否真实。我们认为同期平淡无奇的宏观经济数据并不支持这样的剧烈波动。鉴于油品商业库存的统计可能存在滞后, 我们认为六月份中国油品真实消费应该强于“纸面需求”, 因此近期油品需求的总趋势仍是增速平缓下降。

四季度, 中国可能将加大原油进口, 利好迪拜原油价格

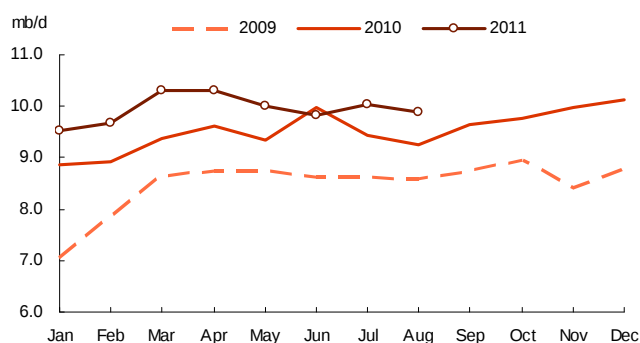
伴随着四季度油品需求上升, 预计各地炼厂会相继复产, 同时还有新炼油产能上线, 国内炼厂对原油的需求将有望上升。而且, 由于受蓬莱漏油事件影响, 国内原油生产可能持续受限, 加大原油进口成为解决四季度原油供应偏紧的不二法门。考虑到中国原油进口结构, 我们认为中东迪拜原油价格可能会因此受益。

中国需求增速放缓，符合预期

中国油品需求

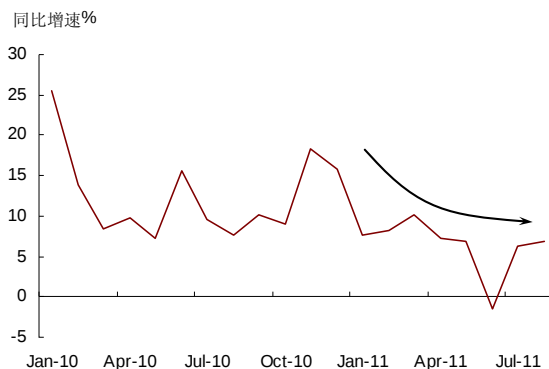
自今年一月始，随着经济增速放缓，中国油品需求增速逐渐下降。七、八月份中国油品需求平均约为 995 万桶/天，同比增速 5.4%，低于上半年同比增速 6.3%（图表 1 和 2）。但是，相比七月份，八月份需求并没有出现进一步下降，虽然八月份原油加工量环比下降，但成品油进口量环比上升，显示八月份中国需求增长依然稳健。这与我们年初以来对中国需求增速放缓，但总体增长保持稳健的预期基本一致。

图表 1：油品需求



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2：油品需求同比增速逐渐放缓

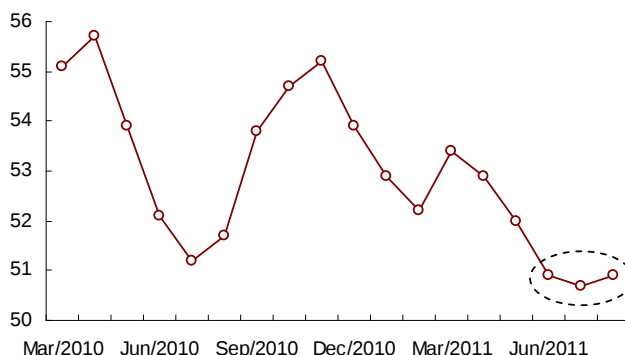


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

往前看，在走出消费淡季后，油品需求在四季度有望受季节性推动而有所回升。随着农业和渔业用油的季节性增加（冬小麦播种，和玉米收割季节的到来，以及休渔期的结束），柴油市场可能再次趋紧。

然而，也应该看到，八月中国制造业 PMI 指数环比微涨至 50.9，制造业 PMI 指数近三月来维持低位运行，喻示潜在的经济增长乏力（图表 3）。同时，这也符合宏观组对四季度 GDP 以及国内工业增加值进一步放缓的判断。因此，我们维持今年后半年油品需求增速逐渐放缓的判断。

图表 3：中国制造业 PMI 指数近三月来维持低位运行

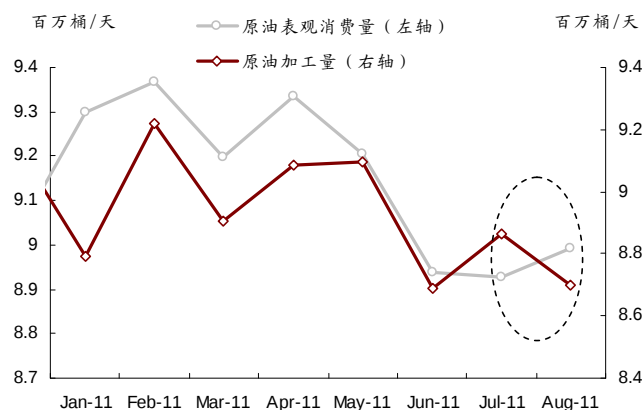


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

八月份原油库存可能小幅上升

我们预期八月份原油库存可能有小幅上升。由原油进口量环比上升带动，原油表观需求在八月份出现环比上升，但是与原油真实需求紧密相关的原油加工量却出现环比下跌（图表4），两者结合预示八月份原油库存可能上升。

图表4：八月份原油表观需求环比上升的同时，原油加工量却出现环比下降

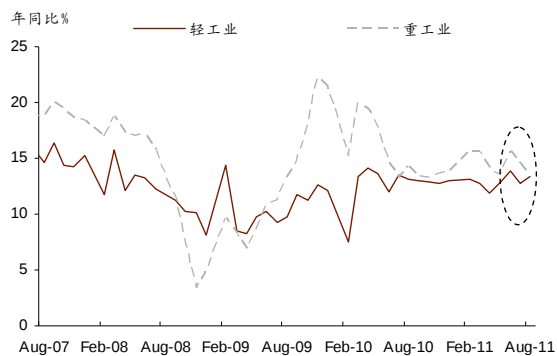


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

油品需求近期的剧烈波动并不真实

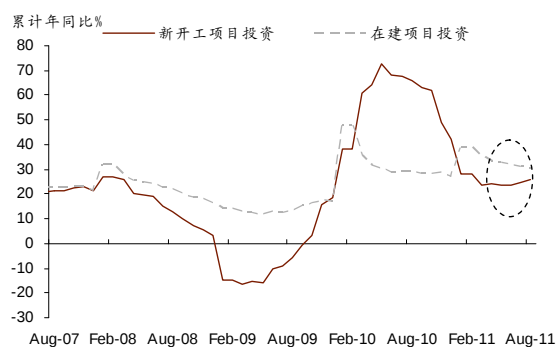
根据近期公布的统计数据，经计算所得的中国油品需求在六月份出现大幅下挫，而后又出现了大幅反弹，很多投资者关心这样的波动是否真实。我们认为同期平淡无奇的宏观经济数据并不支持这样的剧烈波动，因为工业增加值、固定资产投资以及在建工程投资等宏观经济指标同期走势平缓（图表5至8）。

图表5：6月份轻重工业增加值未降反升



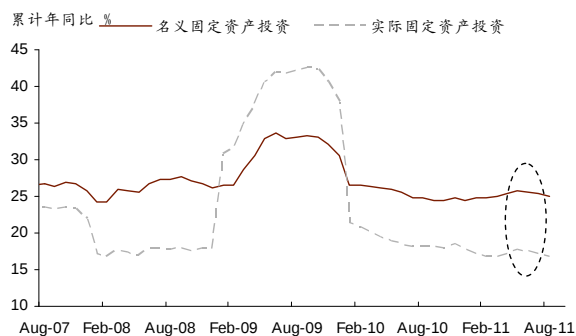
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表6：新开工项目投资与在建项目投资走势平缓



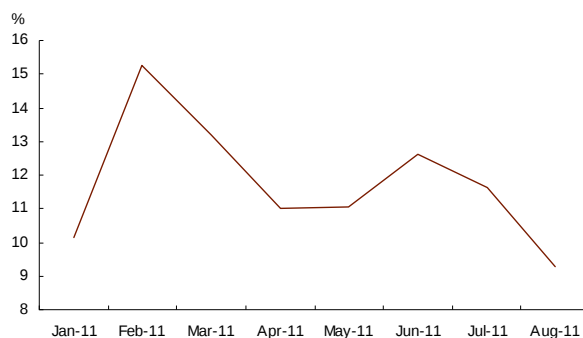
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：固定资产投资走势总体平缓



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

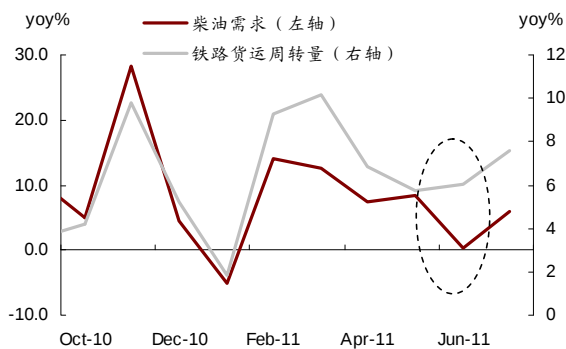
图表 8：6 月份电力消费甚至有所反弹



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

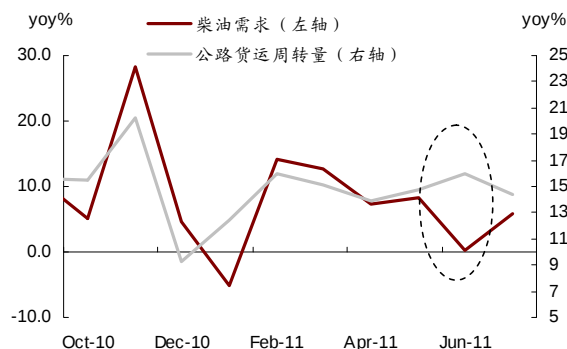
油品总需求在剧烈波动的背景下，柴油需求的波动尤为明显。柴油需求和铁路、公路周转量保持长期一致的正相关关系，但在六月份铁路、公路周转量增速基本持平的情况下，同期柴油需求增速却出现骤降，有悖常理（图表 9 和 10）。

图表 9：铁路货运周转量走势平缓



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

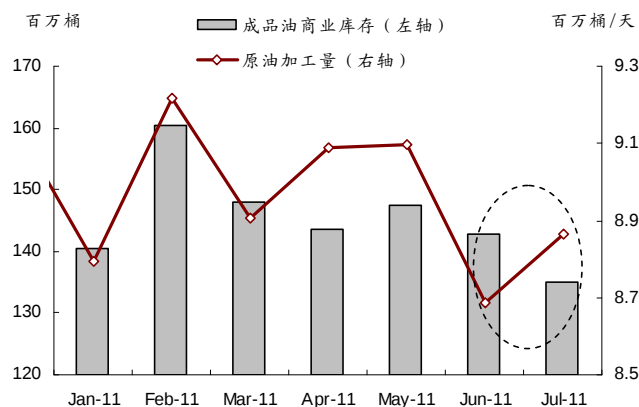
图表 4：公路货运周转量走势平缓



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

基于以上分析，我们认为六月份中国油品真实消费应该强于“纸面需求”，而造成这种现象的原因可能是成品油库存统计上的滞后。因为，在成品油产量环比下滑严重的六月份我们没有看到成品油库存的大幅下滑，相反，七月份成品油产量环比上升，库存却环比持续大幅下降（图表 11）。所以，油品商业库存的统计可能存在滞后，我们应将六、七月份需求的数据结合起来看。因此，近期油品需求的总趋势仍是增速平缓下降。

图表 5：近期成品油的商业库存与原油加工量走势变化

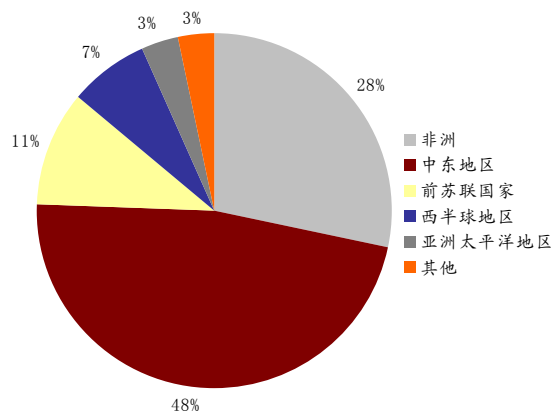


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

四季度，中国可能由于原油供需趋紧而加大原油进口，利好中东迪拜原油价格

伴随着四季度油品需求上升，我们预计各地炼厂会相继复产，同期约有 30 万桶/天的新炼油产能上线，国内炼厂对原油的需求将有望上升。但是，由于受蓬莱漏油事件影响，国内原油生产可能持续受限。因此，加大原油进口成为解决四季度原油供应偏紧的不二法门。考虑到中国原油进口结构，我们认为中东迪拜原油价格可能会因此受益（图表 12）。

图表 12：2010 年中国原油进口结构



资料来源：彭博资讯、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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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



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