



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 11 月 10 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: S0080110110027
zhangs4@cicc.com.cn

郭朝辉

联系人, SAC 执业证书编号: S0080111090007
guoch@cicc.com.cn

明修栈道, 暗度陈仓

WTI 与布伦特价差 2012 年有望收窄

WTI 与 Brent 价差快速收窄

WTI 与 Brent 的价差在 10 月 14 日创出历史新高 27.8 美元/桶后, 迅速回落, 一度跌至 16.59 美元/桶。近来虽有所恢复, 但仍在 18 美元/桶左右徘徊, 与前期高点相距甚远。

价差收窄主要受 WTI 原油市场回归现货升水(Backwardation)状态的影响

我们认为到近期 WTI-Brent 价差的收窄主要受 WTI 近期价格变化的影响, WTI 期货价格曲线从 10 月 21 日的现货贴水(Contango), 迅速转为现货升水 (Backwardation)。与此同时, 库欣库存前期不断下行, 当前库欣库存已回归到 2010 年初的水平。

WTI 时间价差的大幅提升, 可能受一下三个因素影响: 1) 十月新项目的上线使得火车运力提升, 结合水运量的上升, 使得在新建管道工程(从库欣至墨西哥湾)尚未完工的情况下有更多原油从产地直接运输至墨西哥湾区和美国东部的炼厂, 而无需流入库欣的油库, 缓解了市场对库欣结构性问题的担忧; 2) 美国近期公布的经济数据较好, 使市场对美国经济温和复苏信心增强, 而市场持续担心欧洲有陷入衰退的可能; 3) 市场前期有大量的投资者认为 WTI 市场将维持现货贴水状态, 而近日 WTI 原油价格的大幅变动将使更多的跨期交易者选择平仓离场。

同时, Brent 供应紧张的局面有所缓和, 压制了 Brent 原油价格

利比亚的复产, 出口的部分恢复以及北海供应问题的缓解使得 Brent 供应紧张的局面缓和, 进而压制了 Brent 原油价格。结合时间价差的走弱和远期价格的变动, 我们认为近期的价差收窄中约有 3 美元/桶来自 Brent 供应方面的缓和。

WTI 与 Brent 价差将在 2012 年收窄, 但短期下降幅度有限

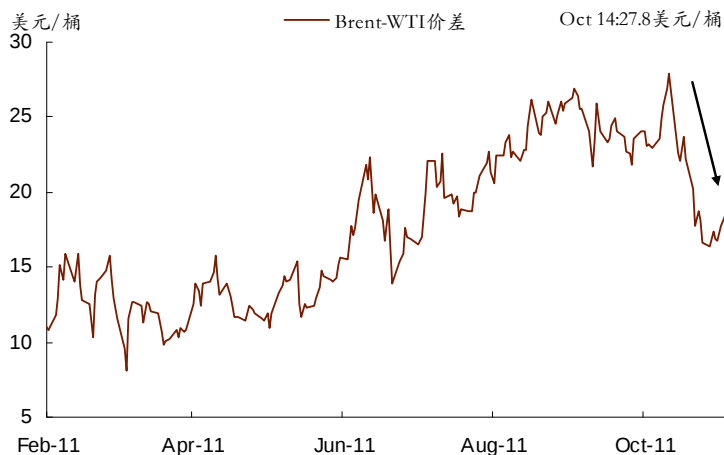
随着火车和水运的运力提升, 将有更多的原油可以从产地直接运输至墨西哥湾, 而无需经过库欣。因此, 即使在 2012 年新建管道没有完工的情况下, 新增的火车和水路运力, 也可以部分缓解库欣的结构性压力, 进而使 WTI 与 Brent 价差下行。我们预期 2012 年年底 WTI 与 Brent 价差有望收窄至 8 美元/桶-10 美元/桶。

但是, 由于多数火车线路的工程将于 2012 年中上线, 火车运力短期内提升有限。因此, 短期的边际运输成本仍将由卡车运输代表。我们估算边际运输成本约为 16 美元/桶-19 美元/桶。因此, 相比当前价差, 短期下降幅度有限。

WTI 对 Brent 价差将维持高位

WTI 与 Brent 的价差在 10 月 14 日创出历史新高 27.8 美元/桶后，迅速回落，一度跌至 16.59 美元/桶。之后价差虽有所恢复，但仍在 18 美元/桶左右徘徊，与前期高点相距甚远（图 1）。

图表 1: WTI 与 Brent 价差迅速回落，与前期高点相距甚远

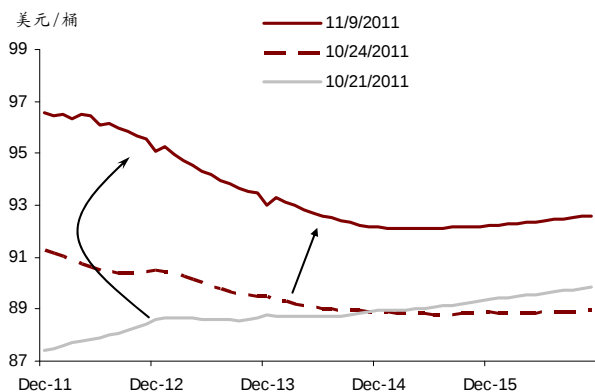


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

价差收窄主要受 WTI 原油市场回归现货升水(Backwation)状态的影响

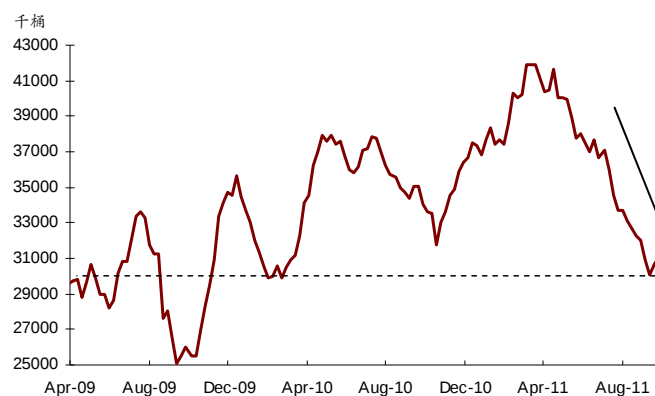
我们注意到近期 WTI-Brent 价差的收窄主要受 WTI 近期价格变化的影响，WTI 期货价格曲线从 10 月 21 日的现货贴水(Contango)，迅速转为现货升水 (Backwation)（图 2）。与此同时，库欣库存前期不断下行，当前库欣库存已回归到 2010 年初的水平（图 3）。

图表 2: WTI 迅速转为现货升水



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

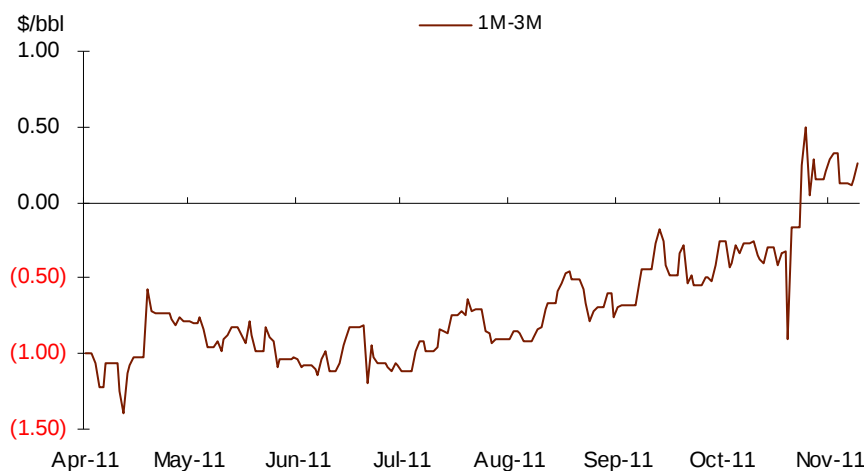
图表 3: 同期不断下降的库欣库存



资料来源：美国能源署，中金公司研究部

但是，库欣的库存从今年 4 月以来就一直下降，而时至今日才得以在 WTI 的时间价差中体现（图 4）。

图表 4：但 WTI 的时间价差最近才得以反应



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

我们认为导火索有三：

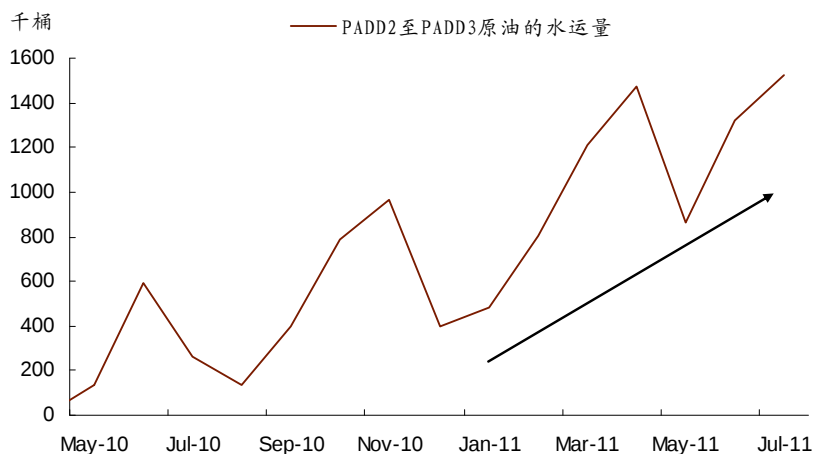
- 火车运力和水运量的提升，导致市场对库欣结构性问题的担忧得以缓解。目前，除了旨在解决库欣运力瓶颈的管道工程外，卡车，火车和水路运输是主要的三种替代运输途径。而近期火车项目的上线，以及原油水运量的上升，将导致了成本更高的卡车运输需求量下降，边际运输成本的下行。

1) 火车运力：十月份，Bakken Oil Express 项目上线以及 US Development Group 在 St. James 接收站的扩容，使得直接从 Bakken Shale（当前美国页岩油主要产地）出发至 St. James 火车运量的提升。同时，美东地区的炼厂也开始通过火车接收到来自 Bakken 的原油，比如 Sunoco 的费城炼厂最近报道开始收到来自 Bakken 的原油¹。因此，美国新增的页岩油产量将更多的直接运输至墨西哥湾区甚至美国东部的炼厂，而无需流入库欣的油库，间接缓解了库欣地区的结构性压力。

2) 水路运力：原油的水运量逐步上升，从美国中部(PADD2)至墨西哥湾区（PADD3）原油的水运量在最近创历史新高（图 5）。我们了解到当前有越来越多的原本运输 NGL 的船开始转运原油，将使更多的从加拿大进口的原油可以直接通过从 Wood River 地区的水路运往墨西哥湾区，进一步间接缓解了库欣地区结构性的压力。

¹ <http://af.reuters.com/article/energyOilNews/idAFN1E79K10120111021>

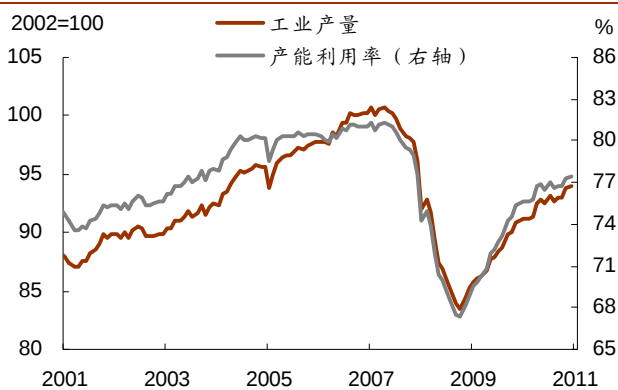
图表5：从PADD2至PADD3原油水运量创历史新高



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

- 美国近期公布的经济数据较好（持续增长的工业产值以及大幅攀升的10月费城联储商业前景调查指数），使市场对美国经济温和复苏信心增强，而市场持续担心欧洲有陷入衰退的可能（图6-8）。并且，美国较好的经济数据使市场预期美国油品需求有所上升，或将进一步降低库欣库存。

图表6：美国工业产值显示三季度制造业扩张势头强劲



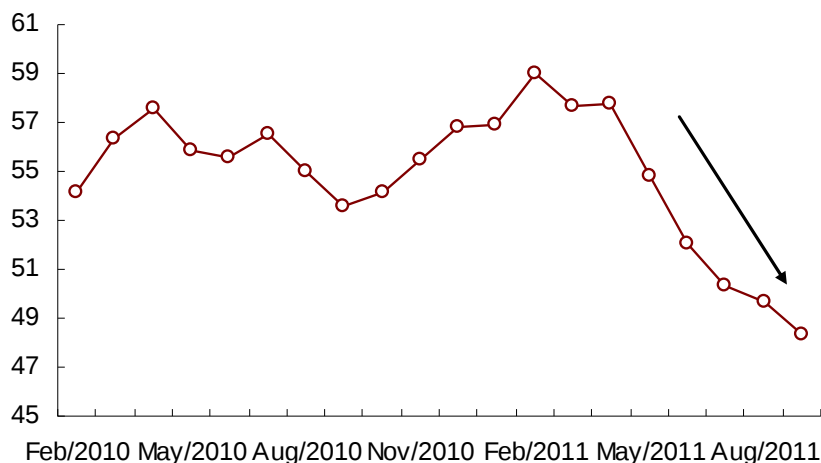
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表7：费城联储商业前景调查指数大幅攀升，强于预期



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：欧洲 PMI 持续下行，经济复苏道路崎岖



资料来源：Haver, 中金公司研究部

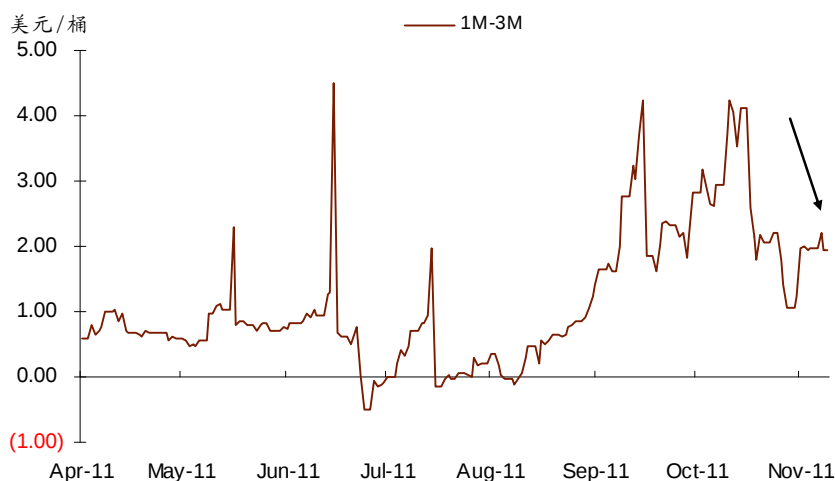
- 市场前期有大量的投资者认为 WTI 市场将维持现货贴水状态，而近日 WTI 原油价格的大幅变动将使更多的跨期交易者选择平仓离场。

同时，Brent 供应紧张的局面有所缓和，一定程度压制了 Brent 原油价格

根据近日消息显示，利比亚临时石油部长声明目前利比亚产量已回 50 万桶/天²，快于市场预期，并实现部分出口。同时，BP 与 Wintershall 等石油公司也于近日积极回到利比亚加入复产与勘探开发的队伍中。另外，欧洲北海产量有企稳迹象，甚至有报道称 Buzzard 的原油产量已经回归并超过 20 万桶/天³。因此，利比亚的迅速复产以及北海供应问题的缓解使得轻质低硫原油供应紧张的局面有所缓和，压制了 Brent 原油价格。

事实上，我们注意到 Brent 的 1 月与 3 月时间价差在 10 月 14 日以后明显走弱，显示市场也认为供应紧张局面将在 11 月份有所缓解（图 8）。结合时间价差的走弱和远期价格的变动，我们认为近期的价差收窄中约有 3 美元/桶来自 Brent 方面的缓和。

图表 8：Brent 的 1 月与 3 月时间价差近期走弱明显



资料来源：彭博资讯, 中金公司研究部

² <http://www.reuters.com/article/2011/10/25/oil-libya-output-idUSL5E7LP3H220111025>

³ <http://af.reuters.com/article/energyOilNews/idAFL5E7LQ4IW20111026>

WTI 与 Brent 价差 2012 年将下行，但短期下行幅度有限

随着火车和水运的运力提升，将有更多的原油可以从产地直接运输至墨西哥湾，而无需经过库欣。因此，即使在 2012 年新建管道没有完工的情况下，新增的火车和水路运力，也可以进一步缓解库欣的结构性压力，导致对成本更高的卡车运输需求量下降，使 WTI 与 Brent 价差下行。

往前看，我们预期 2012 年年底 WTI 与 Brent 价差将收窄至 8 美元/桶-10 美元/桶。随着 2012 年一系列火车工程上线，至 2012 年底，边际运输方式将主要由火车和水运来代表（图 9）。根据我们的计算，两种方式运输成本比较接近，约为 8 美元/桶-10 美元/桶。

图表 9：多数火车线路工程将于 2012 年中上线

终端接收站	公司	运力	工程计划时间
St.James(LS)	NuStar/EOG Resources	7 万桶/天	2012 年一季度竣工，于当年五月投入运营
St.James(LS)	US Development Group	从现在的 6.5 万桶/天扩大到 13 万桶/天	2011 年十月
USGC	Kinder Morgan/Watco	14 万桶/天	2012 年下半年
USGC	US Development Group	19 万桶/天	2012-2013
East Coast	US Development Group	6.5 万桶/天	2012-2013
Port Arthur	Savage Cos/KCS	6 万桶/天	2012 年下半年
Anacortes Refinery	Tesoro(Anacortes)	3 万桶/天	2012 年下半年
West Coast	US Development Group	6.5 万桶/天	2012-2013
总计		75 万桶/天	

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

但是，由于多数火车线路的工程将于 2012 年中上线，火车运力短期内提升有限，短期的边际运输成本仍将由卡车运输代表。一般情况下，卡车的运费约为 10 美元/桶-12 美元/桶左右，另外，加上约 5 美元/桶-6 美元/桶的入库费和调和费用，以及约 1.5% 的运输损耗，费用总计约 16 美元/桶-19 美元/桶。因此，相比当前价差，短期下降幅度有限。

同时 PADD2 炼厂季节性的检修以及加拿大 Syncrude's Mildred Lake upgrader 项目复产有可能使库欣库存出现反弹。

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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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：分析师估测 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。

截至报告发布之日前十二个月，中金公司及其关联机构为青岛海尔提供过投资银行服务。

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
上海市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

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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