



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

行业展望

2011 年 11 月 21 日

能源

大宗商品研究

孔庆影

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongji@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

石油市场展望

2012 年前松后紧, 2013 年趋于平衡

原油市场: 2012 年市场前松后紧, 2013 年将进一步趋于平衡

- ▶ 2012 年市场前松后紧。在 2012 年上半年, 受益于利比亚的复产以及非欧佩克国家干扰供应的临时因素的消失, 供应将出现较快增长, 因此上半年预计出现小幅供过于求的局面; 而在下半年随着需求回升, 市场将再次趋紧。
- ▶ 2013 年, 受 OPEC 主导, 市场将基本趋于平衡。尽管非 OPEC 国家石油供应和 OPEC 国家的 NGL 供应增长都将低于 2012 年, 并且需求增长将高于 2012 年, 导致市场看似再次趋紧, 但利比亚的复产, 伊拉克和阿联酋等国家的增产将使 OPEC 原油产能增长近 1 百万桶/天。因此, OPEC 将有能力通过增产弥补全球供应上的不足。
- ▶ 我们预期布伦特近月与远期期货合约价差将在 2012 年和 2013 年维持期货贴水 (Backwardation), 但随着 2012 年上半年供应的恢复, 相对宽松的市场有望使期货贴水幅度减小, 在此期间 1 月-3 月期货合约甚至可能出现期货升水 (Contango); 而后在 2012 年下半年市场趋紧使期货贴水 (Backwardation) 再次走强。

价格预测

2011 年四季度持续偏紧的基本面将会进一步推高价格, 我们维持布伦特年底价格 114 美元/桶的目标价; 2012 年前低后高, 前半年价格会承压, 区间下沿大致会在 109 美元/桶, 下半年随着市场趋紧价格回升, 年底价回升至 122 美元/桶, 全年均价 114 美元/桶。2013 年, 油价稳步上升, 年底价升至 132 美元/桶, 全年均价 127 美元/桶。

WTI 与 Brent 价差将在 2012 年底收窄至 4 美元/桶-5 美元/桶, 而在 2013 年收窄至 3 美元/桶-4 美元/桶。

炼油行业: 毛利 2012 年前低后高, 区域差异明显, 2013 年再次走强

今年 4 季度全球炼油毛利将迎来压力, 并在 2012 年出现前低后高的态势。分地区看, 亚洲毛利或将迎来最大挑战而欧洲毛利相对稳健, 美国出现分化。2013 年, 随着需求的恢复和相对较少的上线项目, 全球炼油毛利有望企稳, 亚洲毛利将再次走强。

预测风险

我们认为当前的主要下行风险是欧洲危机的加剧和低于预测的全球经济增长。但如果在当前 OPEC 剩余产能有限的情况下, 2012 年供应面再次爆发如 2011 年类似的问题, 都将对价格带来上行风险。

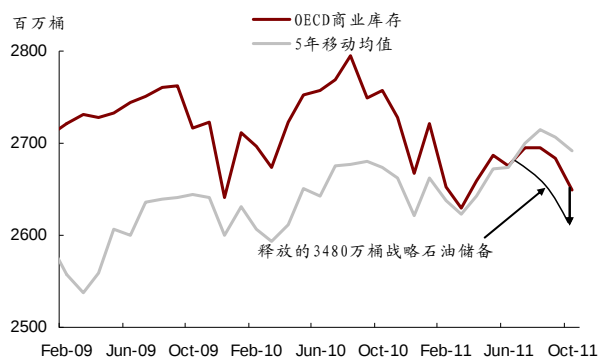
另外, 伊朗局势持续紧张。如果伊朗爆发战争, 我们估算会在 1 年内推高油价超过 200 美元/桶, 即使考虑到油价飙升对经济和需求本身的负面作用, 油价也有可能达到 170 美元/桶。

2012, 2013 年展望

尽管石油市场受欧洲危机反复的影响，在最近几个月油价出现较大幅度的波动。但石油市场不断趋紧的基本面使我们相信：一旦市场担忧减弱，基本面将支撑更高的油价。因此，我们始终维持 8 月 11 日《透视风暴中的大宗商品》中对布伦特年底价 114 美元/桶的判断，虽然在 8 月以后油价出现了一轮过山车似的下跌上涨，而上周五再度触及 114 美元/桶，印证了我们对基本面的判断。进入 4 季度，基本面仍然持续趋紧，不断下行的库存数据体现出需求季节性走强，而供应尚无法满足（图 1）。

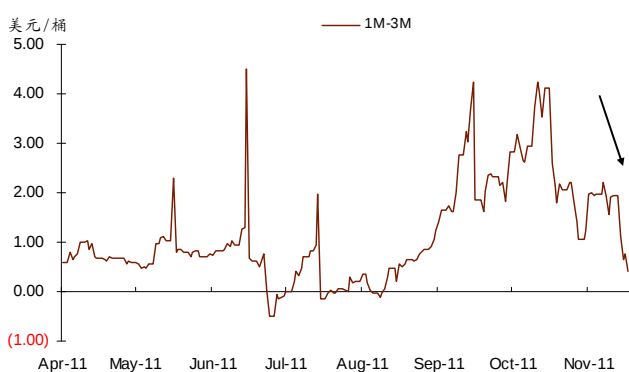
但是，市场的供应近期开始显现出恢复的迹象，利比亚的产量已恢复至超过 50 万桶/天，同时出口也恢复至 35 万桶/天，北海产量开始企稳（有报道 Buzzard 油田产能回归正常并超过 20 万桶/天）。这种变化也反应在走弱的布伦特时间价差上，当 10 月 14 日布伦特近月合约到期时，1 月-3 月时间价差为 4.12 美元/桶，而 11 月 15 日当近月合约再次到期日时，1 月-3 月时间价差仅为 0.64 美元/桶（图 2）。

图表 1: OECD 国家库存十月份进一步走低



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 2: 布伦特 1 月-3 月时间价差走弱

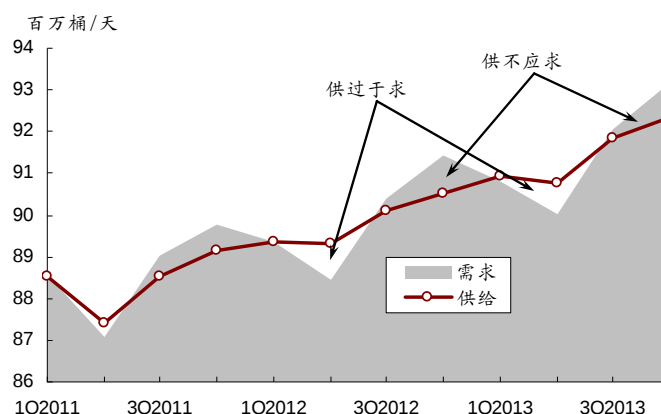


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

石油市场供应面企稳迹象的出现，使我们更加确信之前的判断：利比亚的复产，伊拉克、安哥拉的增产以及非 OPEC 国家供应的上升，将可以基本满足经济预期下调后的 2012 年全球需求的增长，使得 2012 年市场全年基本平衡，此外，2012 年上半年甚至可能出现小幅的供应过剩。

对于 2013 年，我们预期受 OPEC 主导，市场基本趋于平衡。尽管非 OPEC 国家石油供应和 OPEC 国家的 NGL 供应增长都将低于 2012 年，并且需求增长将高于 2012 年，导致市场看似再次趋紧，但利比亚的复产，伊拉克和阿联酋等国家的增产将使 OPEC 原油产能增长近 1 百万桶/天。因此，OPEC 将有能力通过增产弥补全球供应上的不足（图 3 和 4）。

图表 3：2011 年 4 季度进一步趋紧，2012 年市场前松后紧



资料来源：中金公司研究部

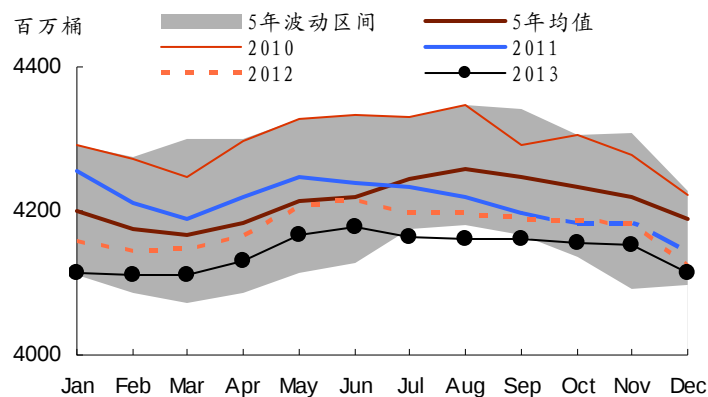
图表 4：全球石油供需平衡表

CICC mb/d	2010				2011E				2012E				2013E				2010	2011E	2012E	2013E	Annual change			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					2010	2011	2012	2013
US	19.2	19.4	19.9	19.6	19.2	19.2	19.4	19.3	19.1	19.2	19.4	19.4	19.1	19.2	19.5	19.5	19.5	19.3	19.2	19.3	0.5	-0.2	0.0	0.1
OECD demand	45.9	45.3	46.6	46.7	46.3	44.7	45.8	46.1	45.8	44.6	45.8	46.2	46.0	44.8	46.0	46.4	46.2	45.7	45.6	45.8	0.7	-0.4	-0.1	0.2
China	9.1	9.6	9.4	10.0	9.8	10.1	9.9	10.4	10.4	10.6	10.5	11.0	11.0	11.2	11.1	11.6	9.5	10.1	10.6	11.2	1.0	0.6	0.6	0.6
Non-OECD demand	40.6	41.1	41.8	42.5	42.3	42.4	43.2	43.7	43.5	43.8	44.6	45.3	44.8	45.2	46.0	46.8	41.5	42.9	44.3	45.7	2.1	1.4	1.4	1.4
Total demand	86.5	86.3	88.4	89.3	88.6	87.1	89.0	89.8	89.3	88.5	90.4	91.4	90.8	90.0	92.0	93.2	87.6	88.6	89.9	91.5	2.8	1.0	1.3	1.6
OECD supply	19.1	18.8	18.5	19.2	19.0	18.5	18.3	18.9	18.9	19.0	18.6	18.8	19.0	19.1	18.7	19.0	18.8	18.7	18.8	18.9	0.0	-0.1	0.2	0.1
Non-OECD supply	29.6	29.7	29.9	30.0	30.1	29.6	29.9	30.0	30.3	30.1	30.4	30.0	30.6	30.5	30.7	30.3	29.8	29.9	30.2	30.5	0.8	0.1	0.3	0.3
Total non-OPEC supply	52.2	52.5	52.6	53.1	52.8	52.2	52.5	53.0	53.1	53.4	53.5	53.2	53.5	53.9	54.0	53.7	52.5	52.6	53.3	53.8	1.0	0.1	0.7	0.5
OPEC NGLs	5.1	5.2	5.4	5.5	5.8	5.8	5.9	6.0	6.1	6.2	6.4	6.4	6.4	6.5	6.7	6.8	5.3	5.9	6.3	6.6	0.5	0.6	0.4	0.3
OPEC crude	29.3	29.3	29.7	29.6	30.0	29.4	30.1	30.2	30.2	29.8	30.2	30.9	31.1	30.4	31.2	31.9	29.5	29.9	30.3	31.1	0.3	0.4	0.4	0.8
Total OPEC supply	34.4	34.5	35.1	35.1	35.8	35.2	36.0	36.1	36.3	36.0	36.6	37.3	37.4	36.9	37.9	38.7	34.8	35.8	36.6	37.7	0.8	1.0	0.8	1.2
Total supply	86.6	87.1	87.7	88.3	88.5	87.4	88.5	89.2	89.4	89.3	90.1	90.5	91.0	90.8	91.9	92.4	87.3	88.4	89.8	91.5	1.9	1.1	1.4	1.7
Stockbuild(draw)	0.1	0.7	-0.7	-1.0	0.0	0.3	-0.5	-0.6	0.0	0.9	-0.3	-0.9	0.2	0.8	-0.2	-0.8	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	-0.9	0.1	0.1	0.1

资料来源：国际能源署，中金公司研究部

具体来说，2011 年 4 季度持续趋紧的基本面将使库存将进一步下降。而 2012 年，市场可能出现前松后紧的局面，因为上半年受益于利比亚的复产以及非 OPEC 国家干扰供应的临时因素的消失，供应将出现较快增长，并将超过上半年需求的增长，与此同时其他 OPEC 国家（主要是沙特）产量上的调整有一定滞后；在后半年随着需求回升，市场将再次趋紧（图 5）。而 2013 年，由于 OPEC 将是主导市场的平衡，年初年底库存水平基本持平。

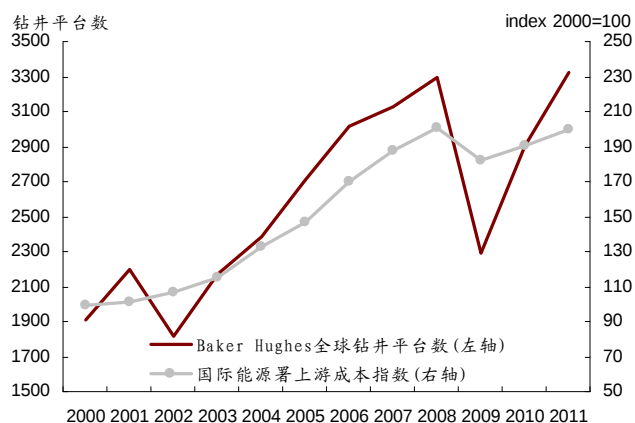
图表 5：全球石油库存变化



资料来源：国际能源署，中金公司研究部

同时，在缺乏突破性技术的情况下，我们预期 2013 年的石油的开发和生产成本仍将保持上升的态势（远期价格将持续上升）。随着“简单产油”时代的逐渐结束，新增产能主要来自地理位置偏远且技术难度大的资源（如深水或超深水资源）或者生产工艺复杂且耗能较高的资源（如油砂），意味着边际生产成本将维持上升。实际上，根据 IEA 的统计，在过去十年间，为增加原油产量所需的勘探开发活动大幅提高，带动人工，机械以及服务成本的上升，世界范围内开发新产能所带来的成本已经翻倍。因此，尽管 2013 年供需基本平和，我们仍需要较高石油价格刺激投资（图 6）。

图表 6：成本持续上升，过去十年间开发新产能所需成本翻倍



资料来源：国际能源署，中金公司研究部

基于以上判断，我们维持布伦特 2011 年年底 114 美元/桶的目标价；2012 年前低后高，上半年价格会承压，区间下沿大致会在 109 美元/桶，下半年随着市场趋紧价格回升，年底价回升至 122 美元/桶，全年均价 114 美元/桶。2013 年，油价伴随成本稳步上升，年底价升至 132 美元/桶，全年均价 127 美元/桶（图 7）。

对于 WTI 原油，我们 11 月 18 日报告《Seaway 反转使 WTI-Brent 价差收窄提前》预测 WTI 与 Brent 价差将在 2012 年底收窄至 4 美元/桶-5 美元/桶，2013 年底收窄至 3 美元/桶-4 美元/桶。

图表 7：布伦特油价走势预测表

美元/桶	3m	6m	12m	24m	Dec-11	Dec-12	Dec-13	2011年均价	2012年均价	2013年均价
中金预测	109	111	117	131	114	122	132	112	114	127
市场期价 ¹	108	107	105	100	108	104	99			

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

注：截止时间为 2011 年 11 月 17 日收盘。价格预测指 3-、6-、12-和 24-个月后的现货合约价格预测

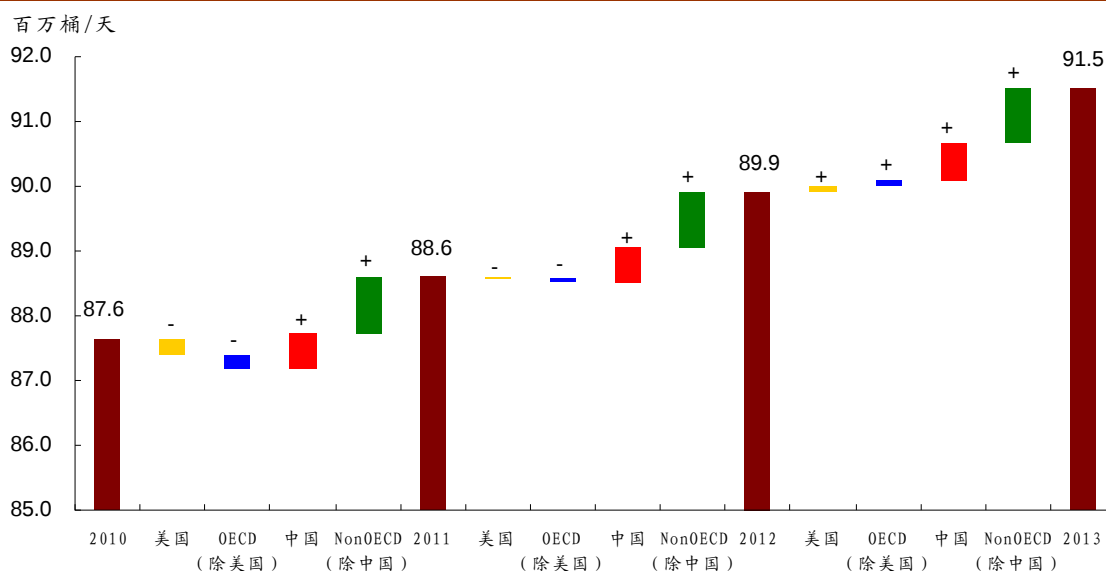
此外，我们预期布伦特近月与远期期货合约价差将在 2012 年和 2013 年维持期货贴水 (Backwardation)，尽管我们预期 2012 年和 2013 年市场将处于基本平衡，但平衡的市场并不意味着库存的大幅上升（仅意味着库存水平在当前低位进一步下行空间有限），因此，持续低位的库存水平将使布伦特近月与远期期货合约价差维持期货贴水 (Backwardation)。

但随着 2012 年上半年供应的恢复，布伦特近月与远期期货合约价差的期货贴水 (Backwardation) 有望在 2012 年上半年缩小，而且，在此期间 1 月-3 月期货合约甚至可能出现期货升水 (Contango)，而后在 2012 年下半年市场趋紧使期货贴水 (Backwardation) 再次走强。

需求

非 OECD 国家强劲的经济基本面使之继续充当全球需求增长的主要驱动力，无论是 2011 年、2012 年还是 2013 年。相比之下，OECD 国家需求继 2011 年出现下滑后，预计在明年维持微量下降、基本持平的态势，并在 2013 年稍有回升（图 8）。我们预计，2011 年全球石油需求量将增加约 100 万桶/天，2012 年将增加 130 万桶/天左右。需求增幅较之前预测有所降低，主要是因为欧美的经济增长不容乐观，发展中国家受此影响经济增长也出现一定程度放缓。

图表 8：全球石油需求增量分析

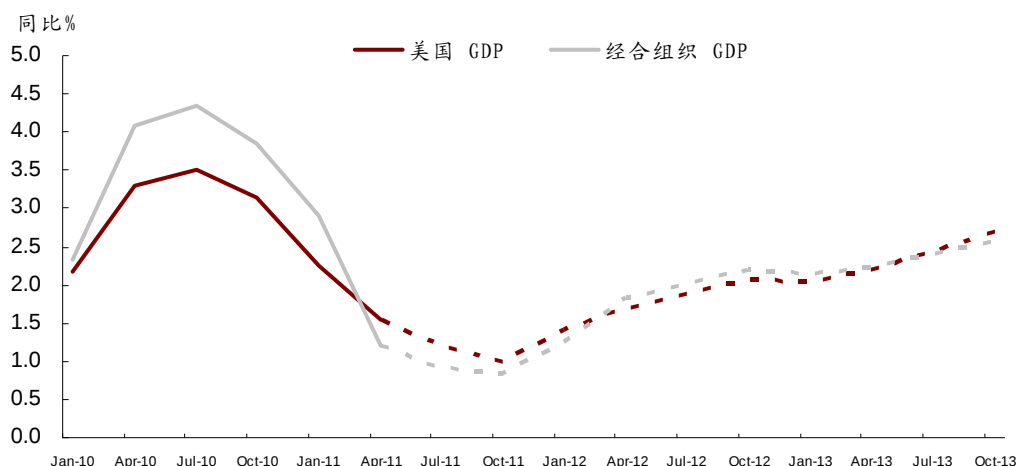


资料来源：中金公司研究部

OECD 需求

对于 OECD 国家而言，无论美国还是欧洲等国，未来两年的石油需求将随着地区经济发展，走出泥潭开始缓慢复苏（图 9）。我们维持 2011 年 11 月 14 日研究报告《失之东隅，收之桑榆：2012 年展望》中对今明两年 OECD 国家需求前景的判断。预计 2013 年 OECD 需求止住下降态势，全年可见 18 万桶/天左右的增量，其中美国需求增量约占 OECD 需求增量的 50%。

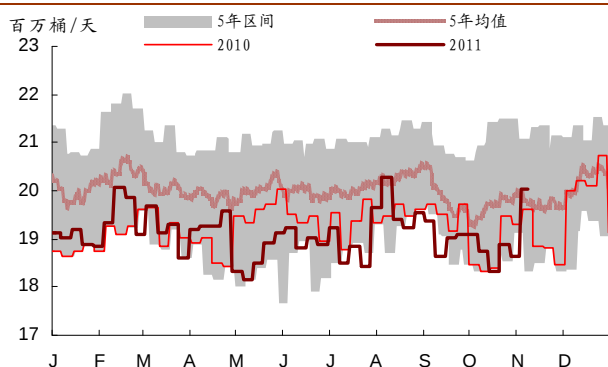
图表 9：OECD 经济在今年持续低迷后有望在明年出现温和复苏



资料来源：Global insight，中金公司研究部

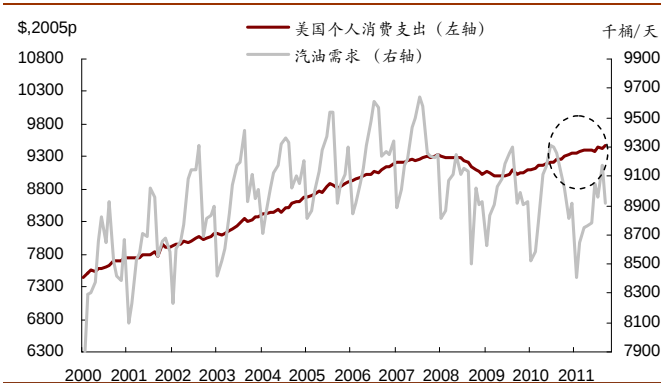
就美国而言，2011 年前三个季度石油需求量较去年减小 14 万桶/天，至 19.1 百万桶/天，8 月份美国石油需求的强劲增长已被证明是昙花一现，在大部分时间需求均在 5 年区间的底部（图 10）。其中，汽油需求疲软明显，也反应在维持低位的人均可支配收入上（图 11）。

图表 10：同去年相比，美国需求大部分时间较为疲软



资料来源：美国能源局、中金公司研究部

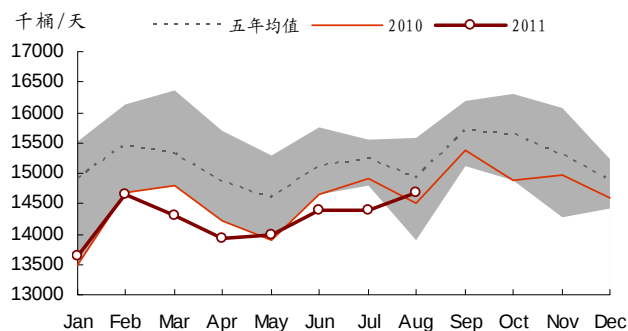
图表 11：汽油需求疲软反应维持低位人均可支配消费



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

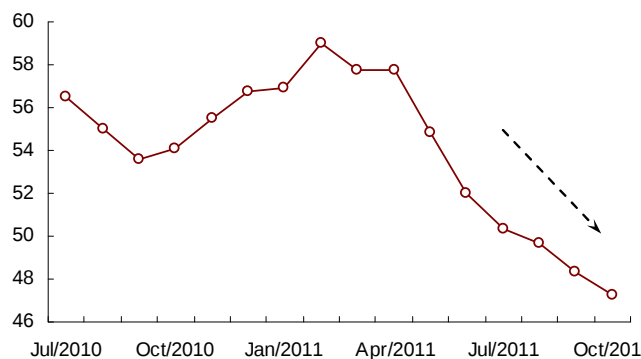
就 OECD 欧洲国家而言，2011 年前三个季度的石油需求量平均下降 17 万桶/天，为 14.3 百万桶/天，已经维持在五年低位（图 12）。欧洲 PMI 数据直线下滑，近期甚至位于 50 分界线以下（图 13），预示经济衰退风险，预计该地区石油需求增长乏力。

图表 12: OECD 欧洲国家需求基本维持五年低位



资料来源：国际能源署、中金公司研究部

图表 13: PMI 直线下滑

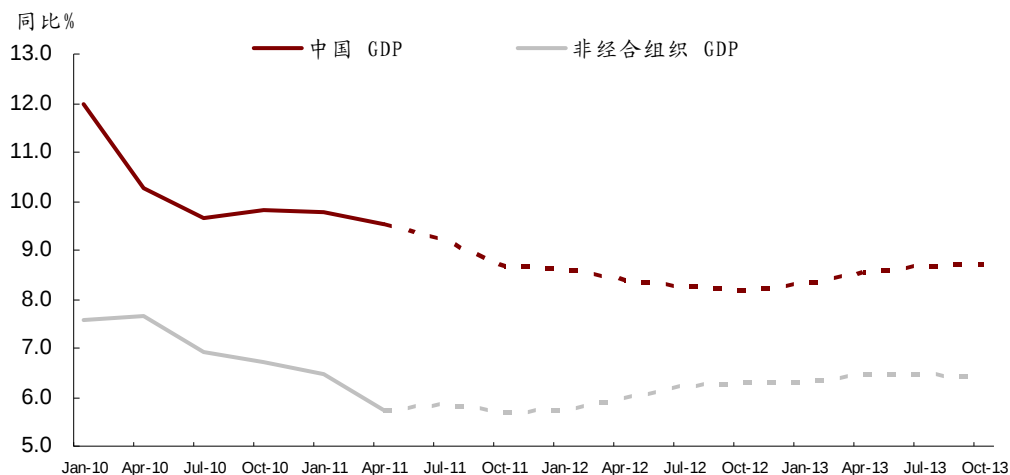


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

非 OECD 需求

在良好的经济发展环境下，非 OECD 国家未来两年有望一如既往地承担全球需求增长的主要推动者。非 OECD 国家 2011 年前半年石油需求总量同比增加 3.73%，因地区经济增长势头强劲。往前看，非 OECD 国家石油消费将继续得益于经济的稳健增长，2012 年增长 138 万桶/天，2013 年则增长 143 万桶/天，其中来自中国的需求增量两年均占 40% 左右（图 14）。

图表 14: 非 OECD 国家石油消费继续得益于经济的稳健增长

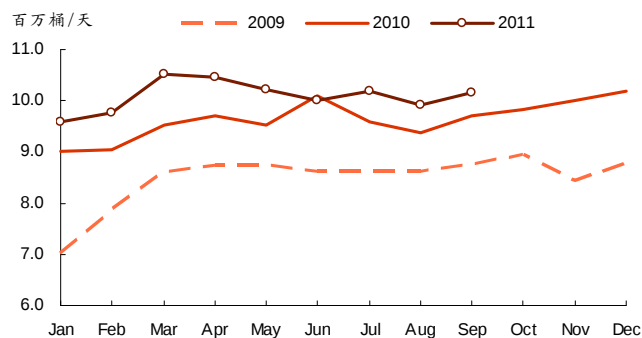


资料来源：Global insight、中金公司研究部

对中国需求，今年前三个季度油品总需求平均约为 1008 万桶/天，同比增速 6.1%，如我们在研报中反复强调，自今年一月始，随着经济增速放缓，油品需求增速开始出现趋缓迹象，但整体依旧保持稳健（图 15）。十月份油品表观需求同比增长仅为 1.5%，继九月份同比增速 2.8% 后的进一步放缓，表面数据并不很好，但是我们并不能凭此认定中国需求已开始大幅疲软。下降的油品表观需求显示的只是成品油价格下调后炼厂开工积极性受挫，而非终端需求的疲软，这在同期的原油加工量数据中得以佐证。因此，我们预计十月份应该依旧处于油品的去库存阶段。

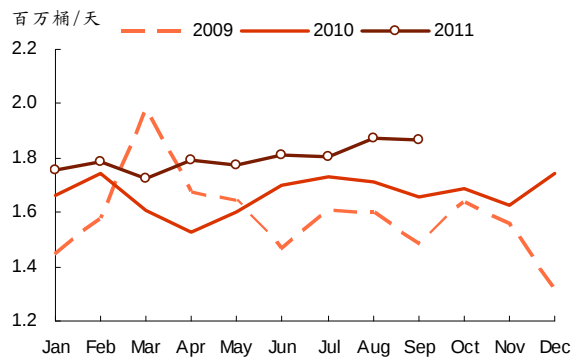
这种缺乏亮点的表面数据有待挖掘的故事同样存在于汽油消费中。众所周知，今年汽车销售并不景气，然而汽油需求依旧保持强劲，同比增速高达 8.5%，远远超过同期汽车销售增速（图 16）。

图表 15：中国油品需求增速放缓，但总体稳健增长



资料来源：国际能源署、中金公司研究部

图表 16：中国汽油需求保持稳健增长



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

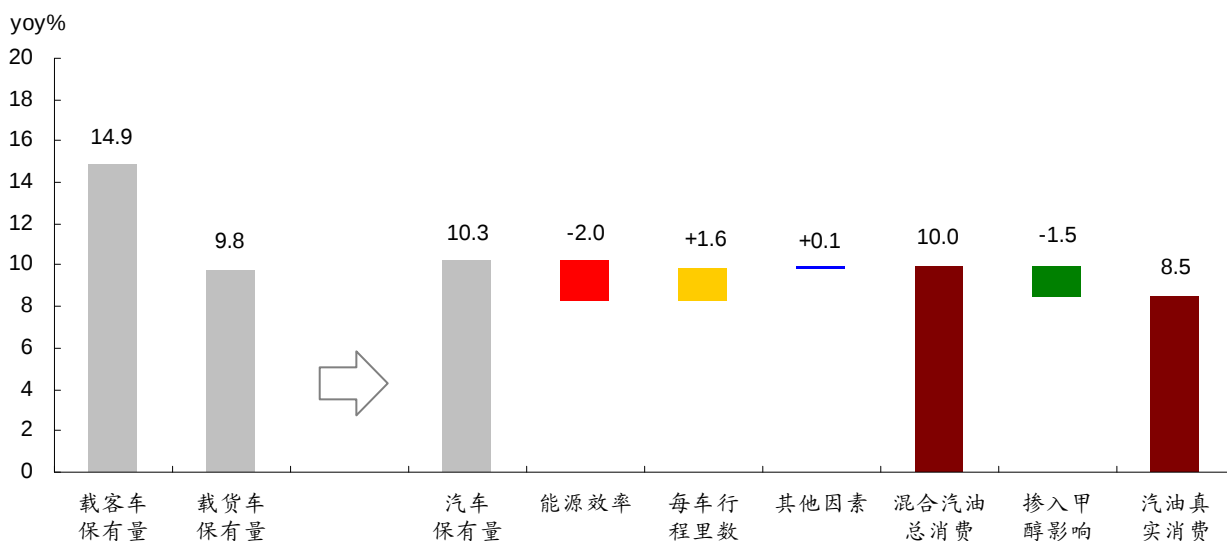
如我们之前几次研究报告中阐述，汽油消费总量主要有三个推动因素：汽车保有量的增长，能源效率的提高，以及每辆车的平均驾驶里程数。

汽油消费总量的增长

=汽车保有量的增长+能源效率的提高+每车里程数（年度增长）+其它因素

我们按照上述公式对 2011 年前三个季度数据进行分析，发现汽油需求量年同比增长 10.0%，剔除-1.5%甲醇掺入的影响，实际汽油消费量增速约为 8.5%(图 17)。

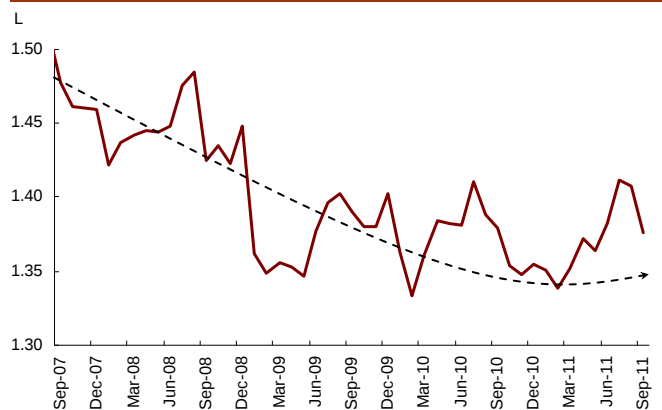
图表 17：2011 年前三个季度汽油消费总量增速分析



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

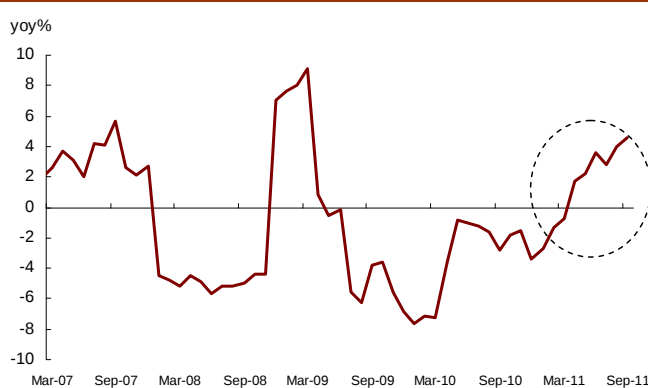
具体来讲，我们发现三季度新售乘用车平均排量的同比增速为 0.4%，上半年同比增速 -1.4%，下降速度减缓，这可能是由于限购政策下，国内消费者购车选择开始由小排量向中等排量倾斜，进而导致汽车保有量对应的能源效率提升速度减缓（图 18）。此外，今年前三个季度每车行程里程数同比上升 1.6%，这成为汽车销售低迷情况下汽油需求出现可观增长的推动力之一（图 19）。

图表 18：新售乘用车平均排量下降趋势减缓



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

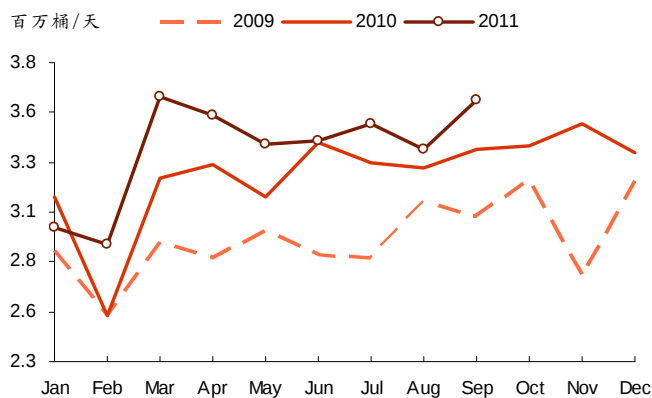
图表 19：今年前三个季度每车行程里数同比上升



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

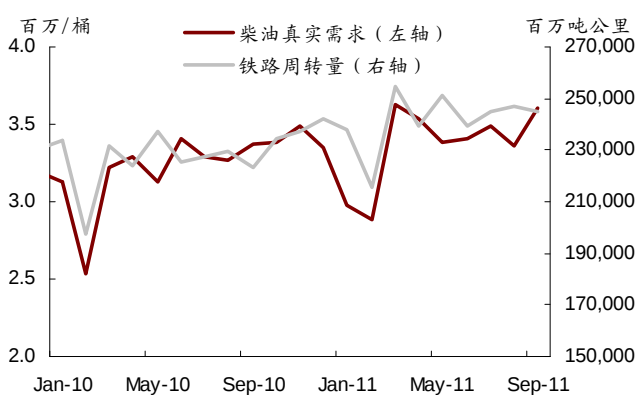
对柴油，三季度需求同比增速 5.3%，相比前半年同比增速 6.7%，增速有所趋缓，整体保持稳健，这与同期铁路周转量增长平缓有关（图 20 和 21）。农忙因素在一定程度上季节性推高柴油需求，因此随着十一月后农业秋收完成，农机使用变少，会减少对柴油的消费。但是，实际数据中，柴油需求的季节性下降并不明显，这可能跟冬季用电紧张有关。往前看，随着年底炼油产能增多和柴油进口加大，同时季节性因素影响变弱，市场的紧张状况会进一步有所缓和。

图表 20：柴油需求整体保持稳健



资料来源：CEIC, 中金公司研究部

图表 21：柴油需求与铁路周转量有正相关性



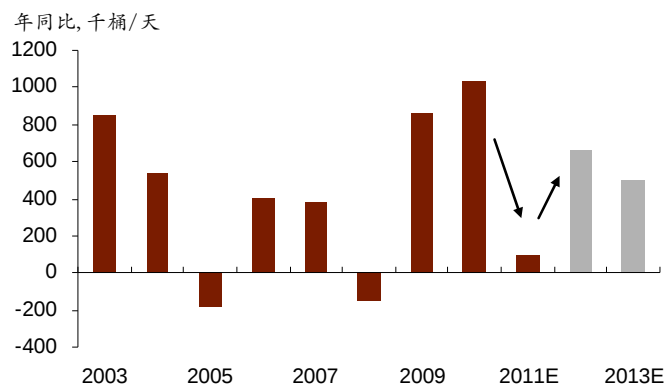
资料来源：CEIC, 中金公司研究部

供应

非欧佩克的供应

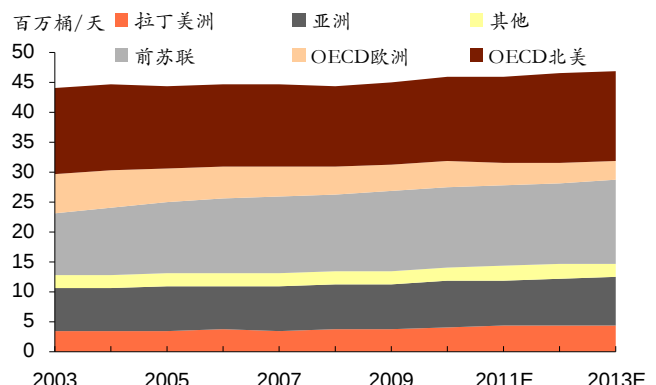
对于 2011 年非欧佩克供应的增长，我们在 9 月 27 日报告《供给多事之秋，存续几何》中进行了详尽的分析，基于今年一系列供应方面的问题，2011 年非欧佩克国家供应增长几乎停滞，十分令人失望。到 2012 年，受益于新项目上线和 2011 年暂时性干扰因素的消失，我们预期非欧佩克供应将出现大幅增长。而我们预期 2013 年供应增长幅度将低于 2012 年，一方面是因为低基数效应的消失导致；另一方面，因为新投产的大项目较少，且很大部分是弥补成熟油田产量的下降。我们预期非欧佩克供应在 2010 年小幅增长 15 万桶/天之后，非欧佩克供给将在 2012 和 2013 年分别增长 65 万桶/天和 50 万桶/天，达 5330 万桶/天和 5380 万桶/天（图表 22）。新增供给将主要来自美洲和前苏联，亚洲增长将小于之前两年，而欧洲北海仍将面临大幅自然递减（图表 23）。

图表 22：2012 年非欧佩克国家供应将改善，而 2013 年供应的增长将小于 2012 年



资料来源：国际能源署，中金公司研究部

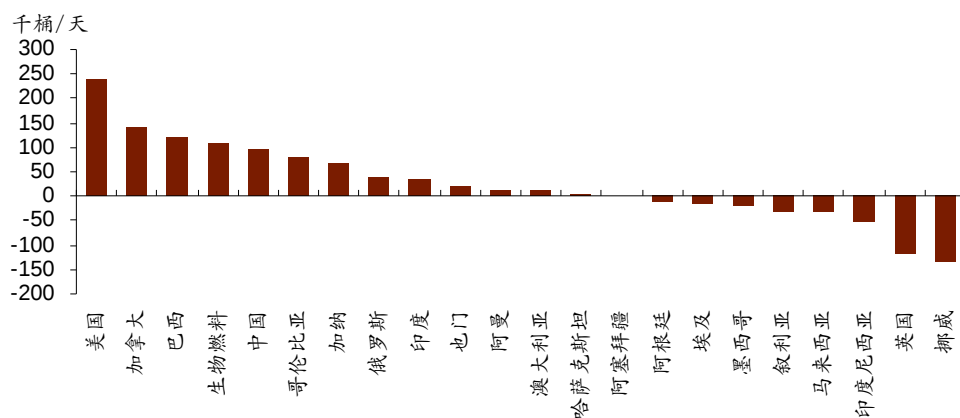
图表 23：2012 年和 2013 年的分地区增速，美洲将是未来两年的主导



资料来源：国际能源署，中金公司研究部

具体来说，美国，加拿大，巴西，哥伦比亚等新项目的上线将是 2012 年非欧佩克增产的主要动力。同时，2011 年暂时性干扰因素消失带来的复产是另一大来源，包括：加拿大 Horizon 项目的持续恢复，中国海上油田，欧洲北海和澳大利亚油田的复产（图 24）。另外，根据 IEA 的统计，巴西深水油田减产率有所上升，反应出巴西深水项目技术和地理位置上的挑战性，我们也将巴西明年产量预期相应下调。

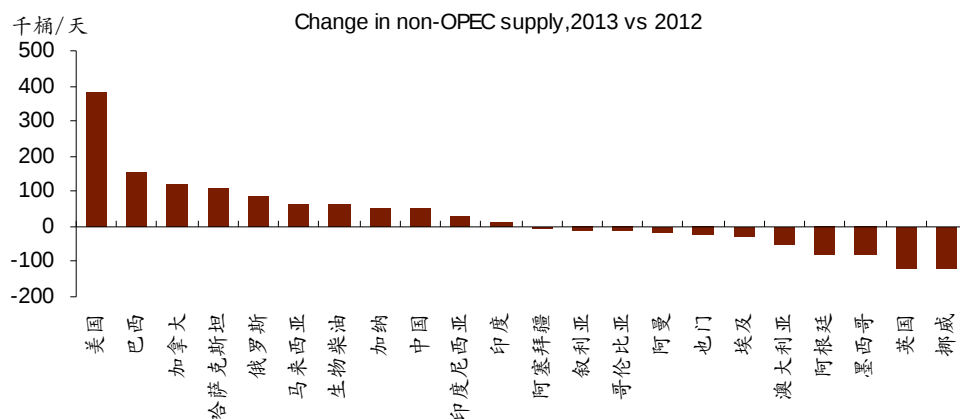
图表 24：2011 年和 2012 年非欧佩克国家石油供应变化



资料来源：国际能源署，中金公司研究部

展望 2013 年，美国仍将是主要的供应增长动力，源于 Bakken Shale, Eagle Ford 和 Granite Wash 页岩油项目持续的增产以及 Niobrara 项目和深水项目 Caesar Tonga 的投产（图 25）。巴西将继续受益于新深水项目的上线（Roncador Module 3 和 Aruana 等）以及前期项目的增产（Waimea Block BM-C-41, Jubarte II P-57 和 Lula&Cernambi）。对于加拿大，受 2008 年金融危机影响而推迟上线的 Kearl Lake 油砂项目计划于 2013 年投产，结合同期上线的 CNRL Horizon Ph2&3 和 ConocoPhillips Surmont Expansion 将为加拿大维持提供增长动力。马来西亚将因 Gumusut-Kakap 项目的上线而结束产量的下滑，但同期英国，挪威，墨西哥，阿根廷的产量仍将受老油田产量迅速下降的影响。

图表 25：2013 年和 2012 年非欧佩克国家石油供应变化



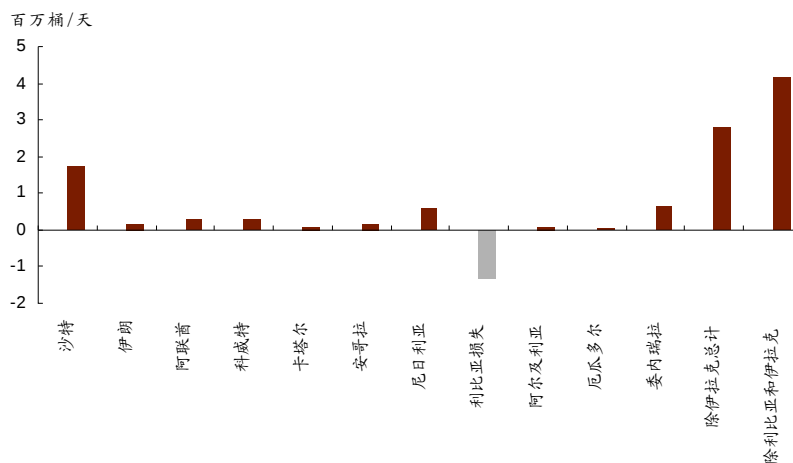
资料来源：国际能源署，中金公司研究部

欧佩克石油供应

2012 年欧佩克国家原油供应的增长主要来自利比亚的复产，以及伊拉克和安哥拉的增产。对于利比亚产量，由于西部地区油田受损害有限，加上国际石油公司积极参与利比亚的复产，我们预期产量在 2011 年年底有望达 65 万桶/天，明年产量逐步回升，年底至 120 万桶/天。对于伊拉克产量，我们维持之前的判断，认为其产量将从 8 月份的 268 万桶/天，升至 2012 年年底的 324 万桶/天。另外，在安哥拉，随着 18 区块产量的恢复和 Pazflor 和 PSVM 的投产，安哥拉产量预计也将提供约 40 万桶/天的供应增长。

不过，即使在当前配额的体制下，OPEC（尤其是核心成员国沙特，阿联酋和科威特）也有足够的能力减产，以抵消利比亚的复产。当前除伊拉克以外欧佩克产量超过配额达 279 万桶/天。而如果不算利比亚损失的 130 万桶/天，剩余 10 国实际超过配额的产量为 410 万桶/天（图 26）。

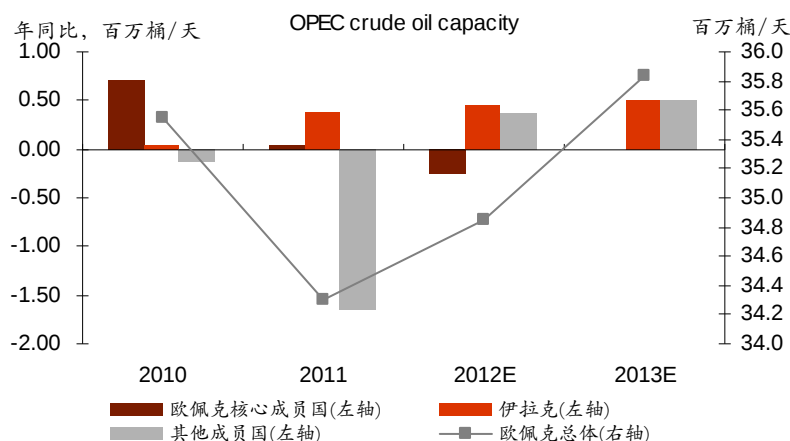
图表 26：即使在当前配额体制下，OPEC 也有足够能力减产已抵消利比亚的复产



资料来源：国际能源署，中金公司研究部

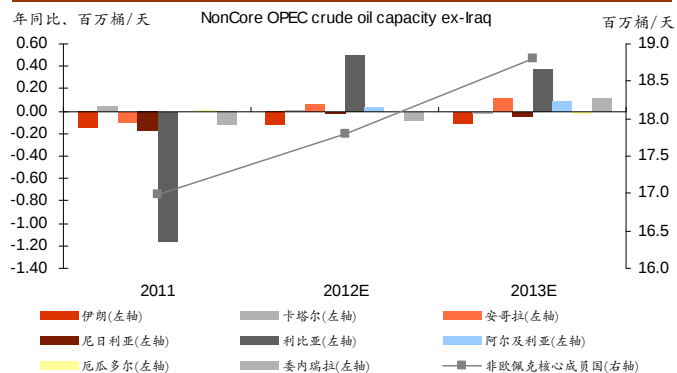
2013 年，OPEC 原油产能预计将增长近 1 百万桶/天，增长由非核心成员国主导，而核心成员国仅能保持产能不变（图 27）。伊拉克，阿尔及利亚和委内瑞拉新项目的上线以及利比亚的持续复产是非核心成员国产能提高的主要动力（图 28）。而核心成员国的方面，阿联酋和科威特的增产将抵消沙特产能的下降，沙特在 2013 年投产的新项目只有 Manifa，老油田的持续减产将使沙特有效产能下降（图 29）。

图表 27：2013 年 OPEC 产能将大幅提高 1 百万桶/天



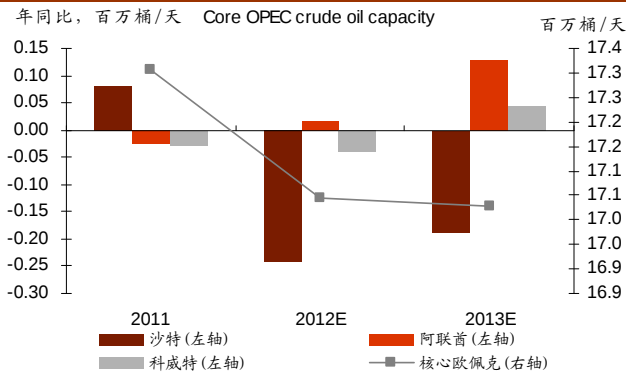
资料来源：国际能源署，中金公司研究部

图表 28：非核心成员国产能增长



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

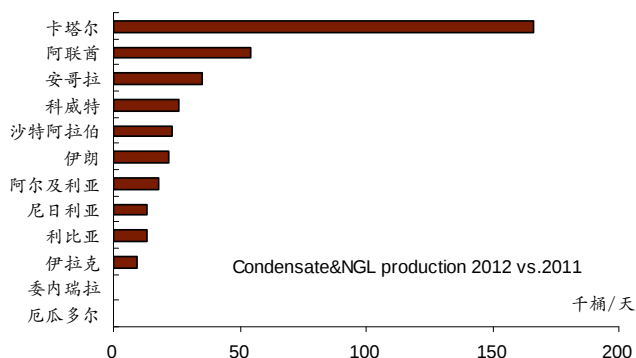
图表 29：核心成员国产能增长



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

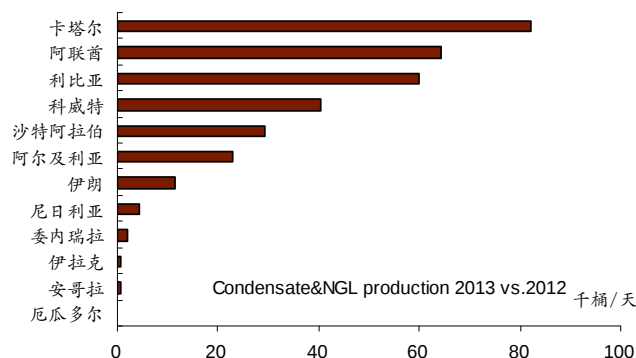
欧佩克供给增长的另一个重要来源是石油液 (NGL)，预计 2012 年石油液的产量将增长 40 万桶/天，而在 2013 年继续增长 30 万桶/天，达 660 万桶/天。2012 和 2013 年增长贡献主要来自卡塔尔、阿联酋和科威特的增产以及利比亚的复产。而伊朗虽然也有一系列项目计划上线，但受联合国、欧盟和美国的严格制裁的影响，我们预期伊朗的增长前景更不乐观（图表 30 和 31）。

图表 30：2012 年 NGL 增长分布



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 31：2013 年 NGL 增长分布



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

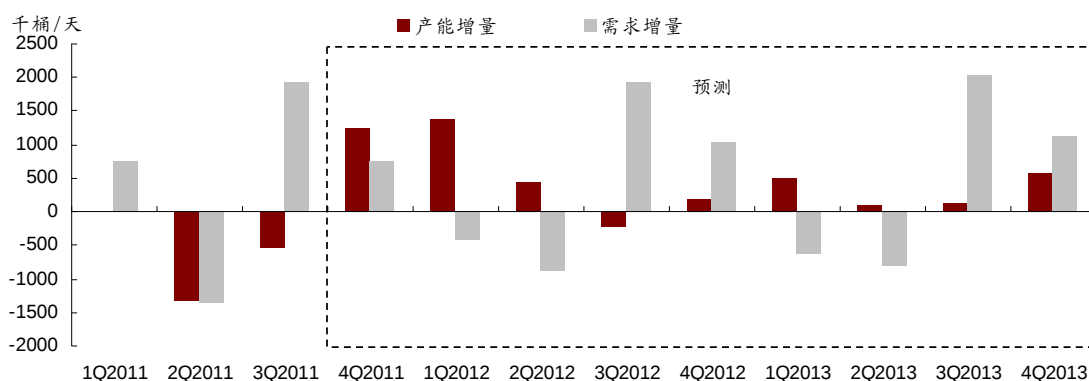
因此，随着 2013 年非欧佩克石油供应的增长和 OPEC NGL 产量的增长都将小于 2012 年，导致市场看似趋紧，但 OPEC 非核心成员国的产能提高将使 OPEC 有能力通过增产弥补全球供应上的不足，使 2013 年市场基本平衡。但随着更多的 OPEC 产能转化为产量，OPEC 增加的产能并没有扩大其剩余产能。实际上，有效剩余产能仍将维持于前期的低位。

炼油行业展望

全球炼油毛利将在今年 4 季度迎来压力，并在 2012 年出现前低后高的态势。2012 年全年来看，亚洲毛利或将迎来最大挑战，欧洲毛利保持稳健，而美国 WTI 炼油亦由于成本优势逐渐消失而超高毛利不再。对 2012 上半年，亚洲、欧洲及美国（WTI）三地毛利的共同走低主导了全球毛利的前低态势；对 2012 下半年，较快回升的欧洲毛利与小幅上扬的亚洲毛利主导了全球毛利的后高态势。2013 年，随着需求的恢复和相对较少的上线项目，全球炼油毛利有望企稳，亚洲毛利将再次走强。

我们分析发现，大部分新项目将于 2011 年底和 2012 年初上线，结合同期的复产，将使炼油产能的增长超过需求的增长，而 2013 年情况则有所不同（图 32）。全球新增产能和受损炼厂的恢复将分别在 2011 年 4 季度和 2012 年 1 季度带来约 1.5 百万桶/天和 1.6 百万桶/天炼油产能的增长，即使考虑到同期美国和欧洲炼厂永久关闭带来的约 50 万桶/天的产能消失，2 个季度产能累计增长仍达 2.6 百万桶/天，而同期需求端的累计增长仅为 0.3 百万桶/天，因此我们预计从 2011 年 4 季度开始，有效剩余的炼油产能开始增加。2013 年，随着需求进一步复苏，而同期产能方面增量不多，积累的有效剩余产能得以消化。

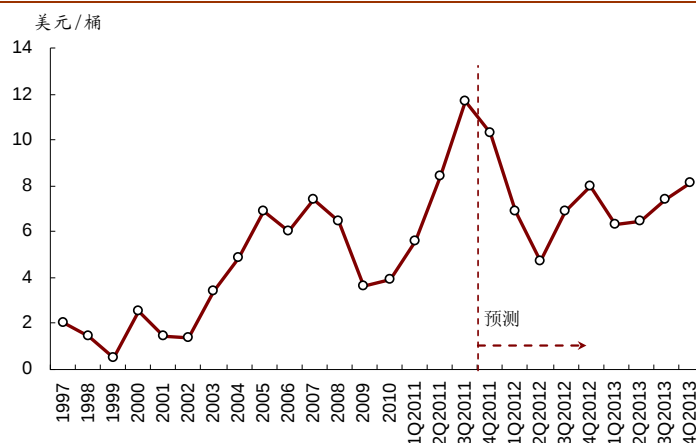
图表 32：大部分新项目将于 2011 年底和 2012 年初上线，结合同期的复产，将使炼油产能的增长超过需求的增长



资料来源：中金公司研究部

我们预期全球炼油毛利 2012 年出现前低后高的态势，并于 2013 年开始企稳。今年 4 季度将迎来压力，2012 年 2 季度炼油毛利将再度承压，因为炼油毛利前期的持续走低将会降低炼厂炼油的积极性，进而造成新项目推迟投产，以及炼厂复产计划的推延。所以，新项目上线以及复产带来的真正压力可能需要等到 2012 年初才逐渐释放出来，进而造成负面影响的推迟。因此，2012 年上半年炼油毛利将持续承压，而 2012 年下半年随着需求的改善，炼油毛利有望回升；到 2013 年，随着有效剩余的炼油产能逐渐消化，全球炼油毛利有望企稳（图 33）。

图表 33：2012 年上半年炼油毛利将持续承压，下半年有望回升，2013 年有望企稳

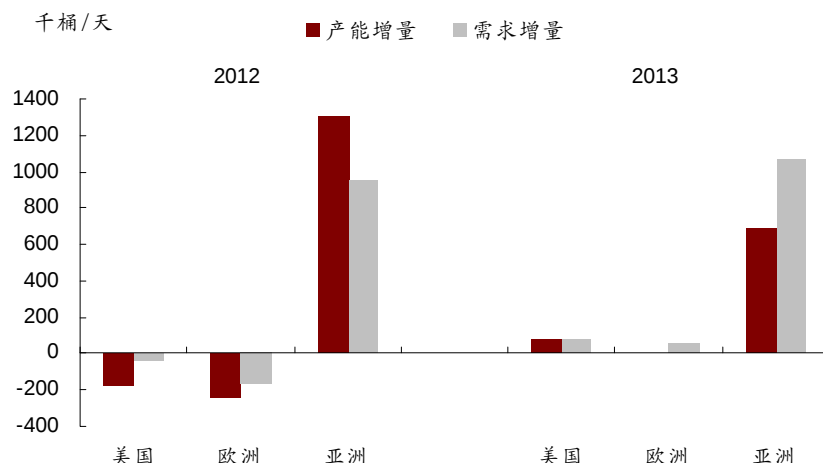


资料来源：美国能源部、中金公司研究部

分地区来看，2012 年亚洲毛利或将迎来最大挑战而欧洲毛利相对稳健，美国出现分化；2013 年亚洲毛利有望再次走强，欧美毛利则难有作为（图 34）。

- ▶ 2011 年亚洲炼油毛利的增长好于欧洲的情况将有可能在 2012 年反转，并于 2013 年回归。在亚洲，由于 2012 多数新建炼油项目将集中于亚洲地区，同时日本，新加坡以及台湾的受损炼厂也将于 2011 年末或 2012 年一季度复产，亚洲炼油产能的增长将超过需求的增长，使毛利迎来最大的挑战。2013 年新上线产能同比减小，而亚洲需求仍将继续充当全球需求复苏的主推力，因此当地有效剩余的炼油产能得以消化，行业景气有望重续，表现预计将好过缺乏亮点的欧美地区。
- ▶ 在欧洲，2012 年老炼厂的关闭将使欧洲产能持续出现负增长，同时随着利比亚的复产，欧洲原油供应紧张的局面也有望得到缓解，进而对毛利形成支撑。
- ▶ 在美国，我们预计炼油毛利 2012 年的走势将出现分化，WTI 炼油亦由于成本优势逐渐消失而超高毛利不再。美中西部地区炼油毛利(PADD2)将受到抑制，而美国东部(PADD1)炼油毛利将出现回升。一方面，随着火车，水运以及未来管道运力的增加，库欣地区区域性供应过剩的逐步解决将导致 WTI 对 Brent 的贴水幅度收窄，压制美国中西部地区炼厂的毛利(PADD2)。另一方面，运输瓶颈的逐步解决也意味着美国国内将有更多的炼厂能够获得相对便宜的 WTI 原油，路透最近报道美东地区(PADD1)的炼厂开始接收到来自 Bakken Shale 的原油。同时，Sunoco 计划 2012 关闭其美东地区的炼厂将进一步支持美东的炼油毛利。

图表 34：2012 年亚洲毛利迎来挑战而欧洲相对稳健，美国出现分化；2013 年亚洲毛利有望走强，欧美难有作为



资料来源：中金公司研究部

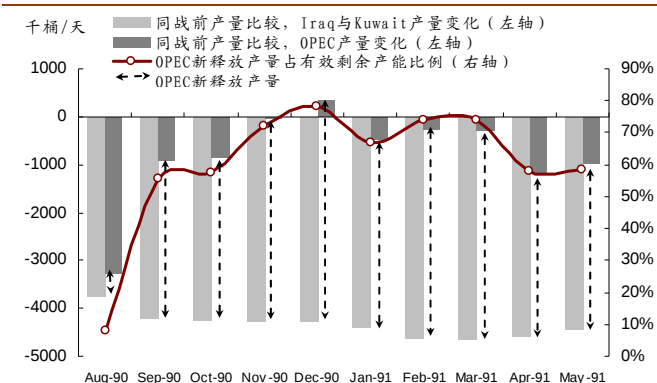
预测风险

我们认为目前的主要下行风险是欧洲危机的加剧和低于预测的全球经济增长。但如果在当前 OPEC 剩余产能有限的情况下，2012 年供应面再次爆发如 2011 年类似的问题，都将对价格带来上行风险。

另外，伊朗局势持续紧张。目前世界石油库存已处于 5 年低点，而 OPEC 当前的剩余产能已十分有限，将不足以弥补伊朗的产量。因此，伊朗战争将是市场不能承受之重。假设伊朗爆发战争，我们估算会在 1 年内推高油价超过 200 美元/桶，即使考虑到油价飙升对经济和需求本身的负面作用，油价也有可能达到 170 美元/桶。当前的下行风险是欧债危机的加剧导致对全球经济的担忧。

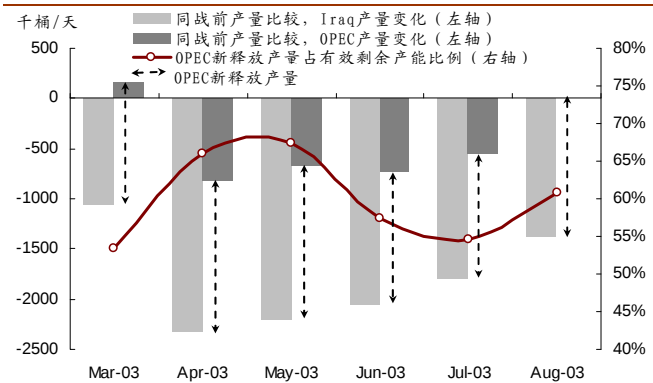
根据两次海湾战争的经验，战争将导致所在国产量在 2 个月内锐减并接近完全停产。而在危机爆发并严重影响原油供给后的 1 个月内，OPEC 其他成员国开始逐步释放闲置产能，并在 5 个月内，增产规模最高可达闲置产能的 80%（图 35 和 36）。

图表 35：一战期间伊拉克与科威特产量变化



资料来源：美国能源局、中金公司研究部

图表 36：二战期间伊拉克产量变化

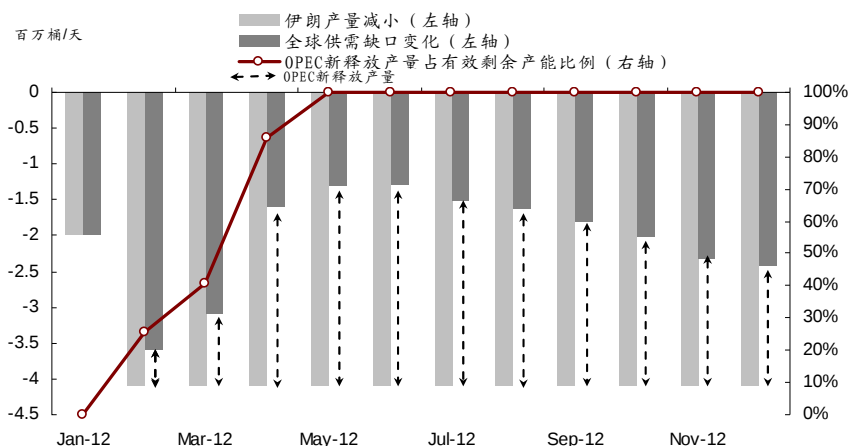


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

倘若 2012 年年初伊朗发生战事，我们假设战争造成伊朗产量的损失和 OPEC 之后的增产都遵循之前的历史经验：即伊朗产量在 2 个月内锐减至完全停产，而 OPEC 在 1 个月以后开始增产。

但与以往不同的，伊朗目前原油产量为 354 万桶/天，居 OPEC 第二，在加上其约 54 万桶/天的 NGL 供应，伊朗整体石油供应约为 408 万桶/天，超过当前 OPEC 国家有效剩余产能。因此，OPEC 不能完全弥补战事造成的伊朗供给减少。并且，从 2012 年二季度开始，OPEC 有效剩余产能将枯竭，全球供需缺口持续扩大，价格由此将被推升超过 200 美元/桶（图 37）。

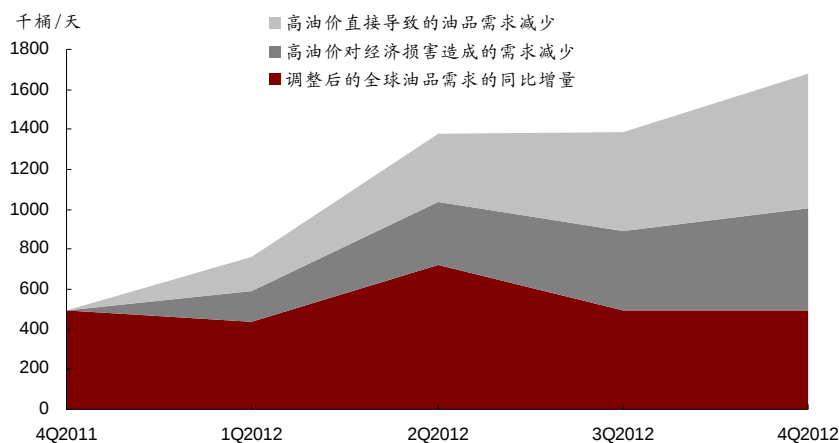
图表 37：假设情形下的伊朗产量变化模拟



资料来源：中金公司研究部

而需求方面，突发事件带来的高油价必然将导致需求的锐减。我们在之前 2011 年 4 月 15 日的报告《高油价将是制约油价上行的主要因素》中重点讨论过高油价对需求影响的两个渠道：1) 通过影响经济增长进而造成的需求减少；2) 油价升高对需求的直接抑制。我们估算油价每升高 10%，将导致全球 GDP 增速降低 0.2%-0.3%，进而降低油品需求。而直接由于油价升高导致的需求下降幅度基本与此相似。因此，综合两方面油品需求的抑制影响，我们预期高油价将导致 2012 年年均需求减少 75 万桶/天（图 38）。

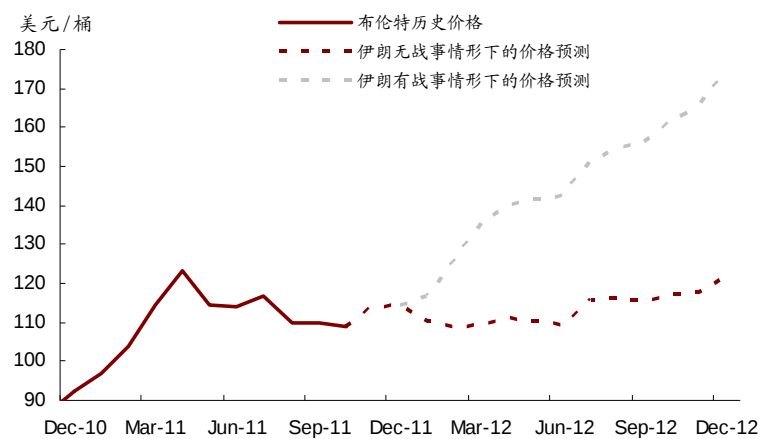
图表 38：油价飙升对经济和需求本身的负面作用



资料来源：中金公司研究部

综合来看，在石油市场近期刚刚出现供应复苏苗头的情形下，伊朗如有战事将破坏本已脆弱的市场平衡。我们估算会在 1 年内推高油价超过 200 美元/桶，即使考虑到油价飙升对经济和需求本身的负面作用，油价也有可能达到 170 美元/桶之多（图 39）。

图表 39：伊朗战事对明年油价预测的影响



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/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