



**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 12 月 15 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: S 0080111090007  
guoch@cicc.com.cn

## 往事可鉴，温故知新

### 中国战略石油储备是否 11 月开始注油？

#### 4000 万桶战略库存近期完工，而 11 月原油进口数据并不支持大规模注油

11 月份中国原油进口量大幅回升，原油净进口量达 550 万桶/天，为历史第二高位，结合沙特创历史新高的原油产量，市场猜测是否沙特产量上升与中国战略石油储备注油有关。我们预期约 4000 万桶的战略库存项目于近期完工，其中独山子项目在 10 月完工，兰州项目于 11 月初完工。

但是，与国家一期战略储备完工并注油的情形有所不同，我们认为 11 月进口量的数据并不能支持战略石油储备开始大规模注油的论断。此外，即使独山子战略石油储备开始少量的注油，也是通过中哈石油管道，与沙特增产原油去向并无关联。

#### 11 月中国原油进口量的上升主要反映原油加工量的大幅飙升

中国原油进口量 11 月份的大幅上升主要反映的是原油加工量同比大增和原油产量同比继续下降。随着主要炼厂度过维修期以及新炼厂的上线（中石化长岭和北海），中国 11 月份原油加工量达到 925 万桶/天，为历史新高。

#### 四季度中国油品需求增速继续放缓，与我们预期基本一致

11 月由柴油主导的成品油进口量增加被其他油品出口量上升抵消，成品油的净进口量环比下滑，拖累了中国油品表观需求的复苏步伐。油品表观需求 11 月同比增长仅 2.6%，相比 10 月份 1.2% 的同比增速略有回升，且这种回升主要是受原油加工量大幅上升的影响。我们认为实际的终端需求在 11 月继续放缓，与之前预期基本一致。

#### 我们预期中国油品需求增速将进一步放缓，直至 2012 年下半年出现回升

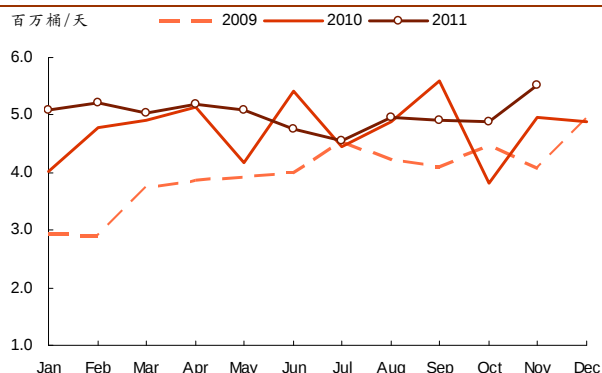
近期 PMI 领先指标持续下降，显示出经济在未来一段时间能将继续放缓。因此，在剔除去年四季度拉闸限电导致的高基数效应影响后，中国油品需求的实际增速同比将进一步放缓，直至 2012 年下半年出现回升。

## 中国战略石油储备是否 11 月开始注油?

## 4000 万桶的战略库存项目近期完工, 但 11 月进口数据并不支持大规模注油

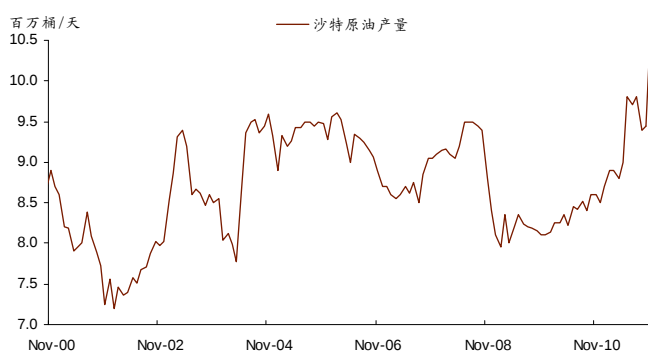
11 月份中国原油进口量大幅回升, 原油净进口量达 550 万桶/天, 为历史第二高位 (图 1), 结合沙特创历史新高的原油产量 (图 2), 市场猜测是否沙特产量上升与中国战略石油储备注油有关<sup>1</sup>。

图表 1: 11 月份中国原油进口量大幅回升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 2: 沙特创历史新高的原油产量



资料来源: 中金公司研究部

我们曾于《明辨之后, 方可笃行-中国石油战略储备及商业库存分析》(2010 年 12 月 8 日) 报告中提到, 中国二期战略石油储备将有部分项目在 2011 年完工 (图 3)。在近期, 我们预期约 4000 万桶的战略库存项目已完工, 其中独山子项目 (约 2000 万桶) 在 10 月完工, 兰州项目 (约 2000 万桶) 于 11 月初完工。

图表 3: 中国石油战略储备二期工程的可能选址地点及完成时间

|   | 公司  | 地点    | 能力, 百万桶 | 能力, 百万立方米 | 预期完成时间    |
|---|-----|-------|---------|-----------|-----------|
| 1 | 中石油 | 新疆独山子 | 18.9    | 3.0       | 2011年10月  |
| 2 | 中石油 | 甘肃兰州  | 18.9    | 3.0       | 2011年11月  |
| 3 | 中石油 | 锦州    | 18.9    | 3.0       | 2011~2012 |
| 4 | 中石化 | 天津    | 20.1    | 3.2       | 2012上半年   |
| 5 | 中海油 | 惠州    | 12.6    | 2.0       | 2012      |
| 6 | 中石油 | 江苏金坛  | 15.7    | 2.5       | 2012~2013 |
| 7 | 中石化 | 广东湛江  | 44.0    | 7.0       | 2012~2013 |
| 8 | 中石化 | 山东青岛  | 18.9    | 3.0       | 2012~2013 |
|   | 合计  |       | 167.9   | 26.7      |           |

资料来源: OGP, 行业新闻, 中金公司研究部

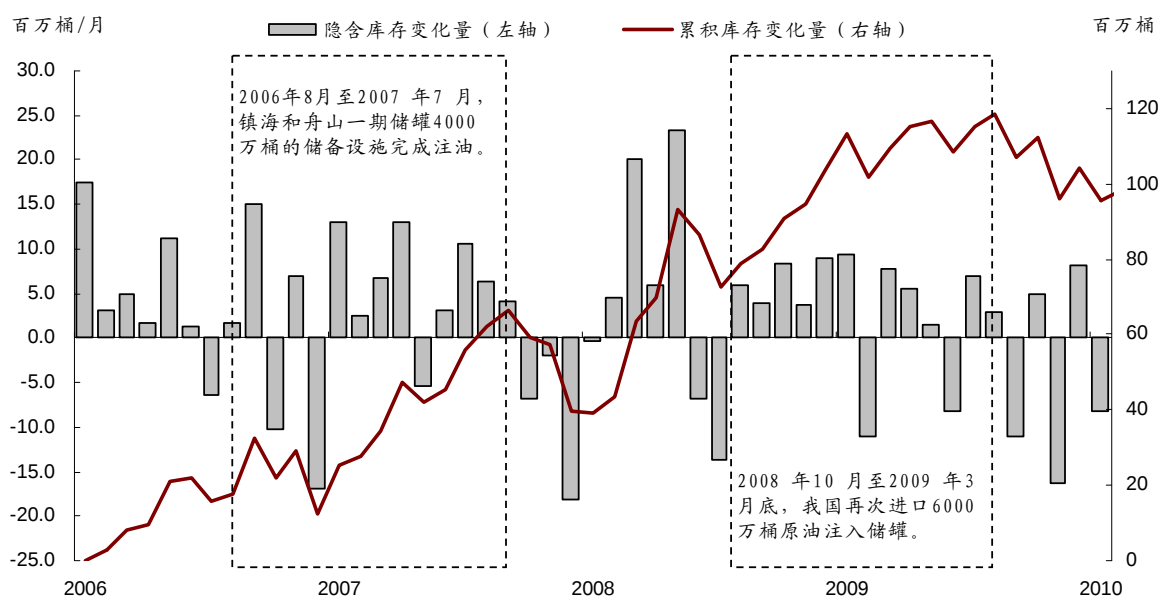
<sup>1</sup> <http://www.reuters.com/article/2011/12/07/us-oil-saudi-output-idUSTRE7B61IQ20111207>

回顾战略储备一期建设，引入隐含库存变化量，可以反映原油商业库存和战略库存的总变化，有利于我们更准确地判断战略石油储备的注油时点。其中，

$$\text{隐含库存变化量} = \text{原油产量} + \text{原油净进口量} - \text{原油加工量} - \text{原油直烧}$$

总量一亿桶的战略石油储备一期的注油是分两个时段完成的，时间跨度分别为 11 个月和 5 个月：第一阶段在 2006 年 8 月至 2007 年 7 月，镇海和舟山一期储罐 4000 万桶的储备设施完成注油，而与之契合的是，在此期间，隐含库存也增长了约近 4000 万桶；第二阶段在 2008 年 10 月至 2009 年 3 月底，我国再次进口 6000 万桶原油注入储罐，这也得到其间隐含库存大幅上升的支持（图 4）。

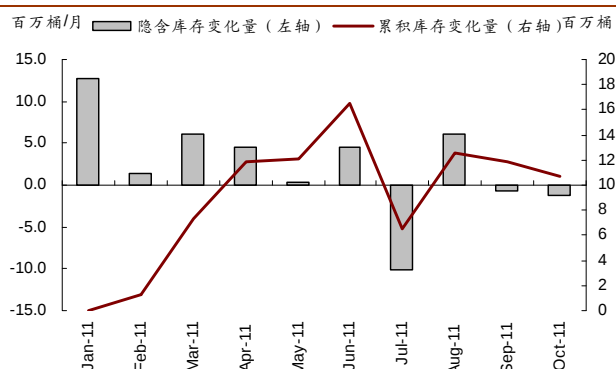
图表 4：总量一亿桶的一期国家战略储备在 2006-2009 年间分两阶段完成注油，并得到隐含库存变动的支持



资料来源：CEIC，行业新闻，中金公司研究部

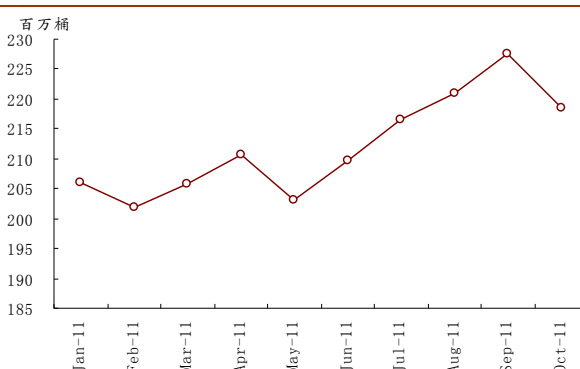
从 2011 年前十个月的数据来看，隐含库存累积增量为 1100-1200 万桶，接近于同期原油商业库存的增量 1200 万桶，说明今年前十个月内并无战略石油储备注油，说明二期独山子工程在今年十月完工后并没有马上注油（图 5 和 6）。

图表 5：2011 年前十个月隐含库存增长 1100-1200 万桶



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 6：2011 年前十个月原油商业库存上升 1200 万桶



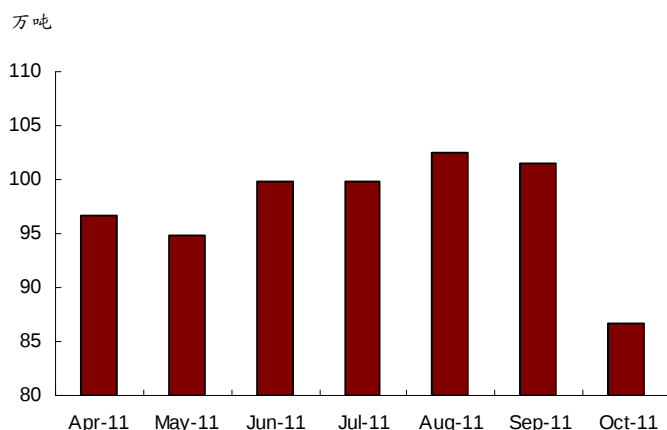
资料来源：OGP，中金公司研究部

同时，我们认为 11 月进口量的数据并不能支持战略石油储备开始大规模注油的论断。沙特宣布 11 月原油产量为 1005 万桶/天，远高于市场平均预测的 945 万桶/天，假设超过市场预期的原油进入中国战略石油储备，我们会看到约 1800 万桶的库存上升，相当

于 600 万桶/天的原油进口量。但是我们看到，11 月油品表观需求<sup>2</sup>与原油加工量之间差额在 28 万桶/天左右，尚在 30 万桶/天原油直烧的合理范围之内，因此进口原油大量进入战略储备的说法并不成立。

此外，独山子战略石油储备是通过中哈石油管道注油，所注原油主要来自哈萨克斯坦和俄罗斯，与沙特增产原油去向并无关联。而且通过按省份统计的进口数据，近期乌鲁木齐原油进口量并未出现上升，显示截至目前大规模注油活动仍未出现（图 7）。

图表 7：近期乌鲁木齐原油进口量并未出现上升

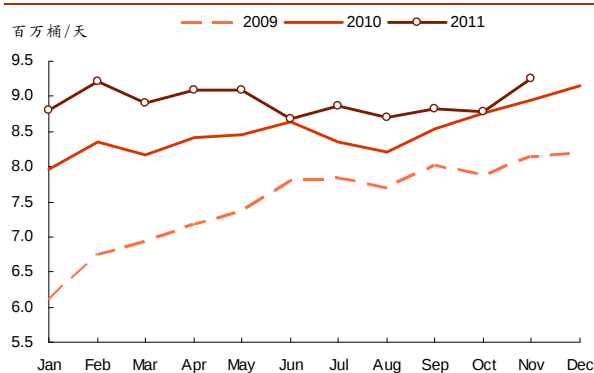


资料来源：中金公司研究部

#### 11 月中国原油进口量的上升主要反映原油加工量的大幅飙升

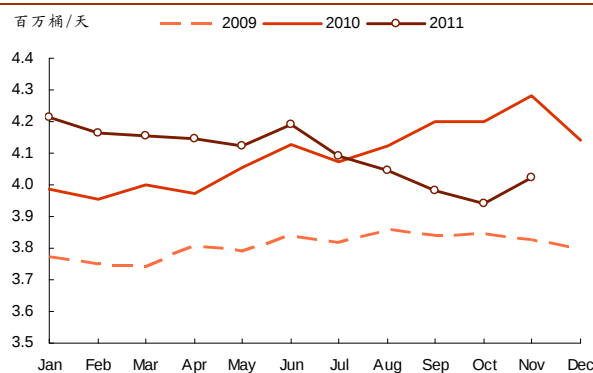
中国原油进口量 11 月份的大幅上升主要反映的是原油加工量同比大增和原油产量同比继续下降(图 8 和 9)。随着主要炼厂度过维修期以及新炼厂的上线(中石化长岭和北海)，中国 11 月份原油加工量达到 925 万桶/天，为历史新高。

图表 8：原油加工量的大幅飙升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 9：原油产量同比继续下降



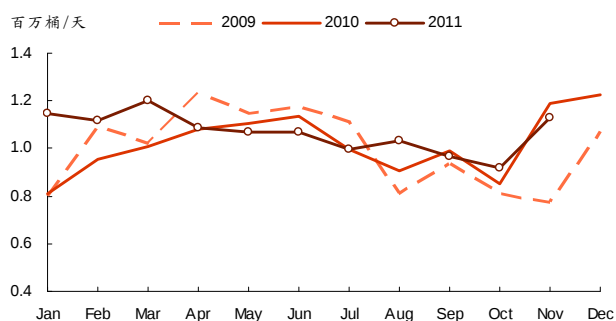
资料来源：CEIC、中金公司研究部

#### 四季度中国油品需求增速继续放缓，与我们预期基本一致

11 月由柴油主导的成品油进口量增加被其他油品出口量上升抵消，成品油的净进口量环比下滑，拖累了中国油品表观需求的复苏步伐（图 10 和 11）。油品表观需求 11 月同比增长仅 2.6%，相比 10 月份 1.2% 的同比增速略有回升，且这种回升主要是受原油加工量大幅上升的影响（图 12）。我们认为实际的终端需求在 11 月继续放缓，与同期继续疲软表现的工业增加值一致，验证了我们之前的预期（图 13）。

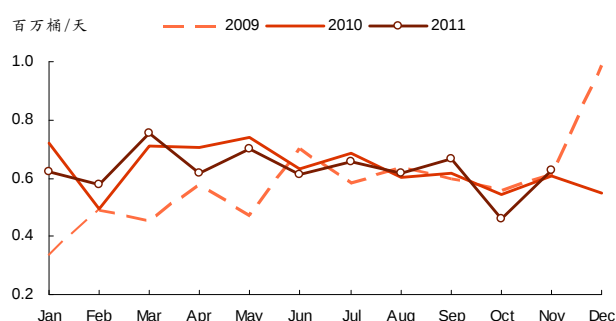
<sup>2</sup> 原油表观需求=原油产量+原油净进口

图表 10：成品油进口量增加



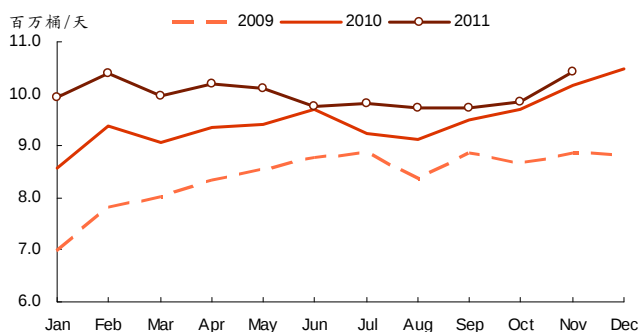
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 11：成品油出口量也上升



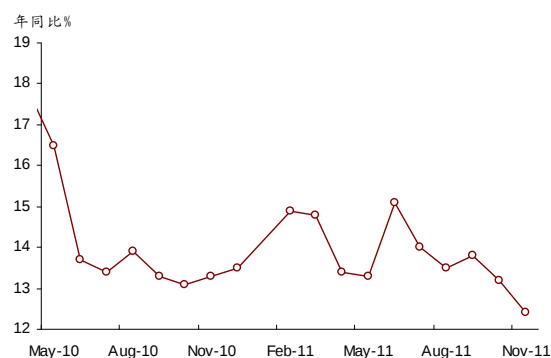
资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 12：油品表观需求 11 月同比增长仅 2.6%



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 13：表现疲软的中国工业增加值

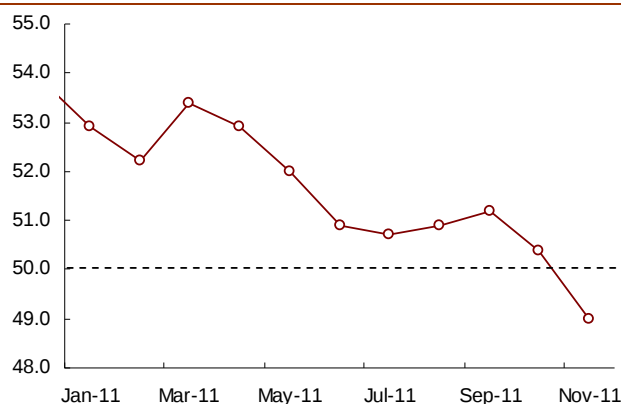


资料来源：CEIC、中金公司研究部

我们预期中国油品需求增速将进一步放缓，直至 2012 年下半年出现回升

近期 PMI 领先指标持续下降，显示出经济在未来一段时间能将继续放缓（图 14）。因此，在剔除因去年四季度拉闸限电导致的高基数效应影响后，中国油品需求的实际同比增速将进一步放缓，直至 2012 年下半年出现回升。

图表 14：近期 PMI 领先指标持续下降



资料来源：Haver、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