



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

行业聚焦

研究报告

2012 年 1 月 6 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

伊朗影响初露端倪

受欧美对伊朗禁运消息影响, 油价应声上涨

继 12 月 31 日美国颁布新一轮制裁伊朗法令后, 欧盟对禁止伊朗原油进口达成共识, 使得市场上一时间人心惶惶, 油价也应声上涨。2011 年前 9 个月伊朗原油出口总量为 253 万桶/天, 欧盟从伊朗进口原油 60 万桶/天, 占其出口总量的 24%。尽管不同于过去 OPEC 执行的石油禁运, 这次的石油禁运来自于需求方, 但仍将对石油市场造成一定的供应冲击。

欧美制裁的影响可能波及伊朗原油的所有进口国

除欧盟禁运的直接影响约 60 万桶/天以外, 美国对伊朗的经济制裁将会影响所有从伊朗进口原油的国家。据美国法令, 对于与伊朗中央银行有石油及相关产品业务往来的金融机构 (包括外国私人和国有银行), 将冻结其在美国的资产。因此, 迫于来自美国的空前压力, 原进口国 (主要为中国, 日本, 印度, 韩国和土耳其) 今年可能会大幅缩减伊朗原油的进口量。我们估计, 在美国的不断游说下, 欧美制裁对伊朗出口的影响将不会止于欧盟禁运的 60 万桶/天, 这会在石油市场再掀波澜。

因支付条款分歧, 中国从伊朗进口量也大幅减少

市场上很多投资者认为中国将成为伊朗过剩原油的出口地。但近期新闻报道, 中伊双方在原油支付条款方面的分歧仍悬而未决, 中国 1 月份从伊朗原油进口量预计将大幅减少, 而且这种缩减预计将会持续。而对于中国而言, 1 月份伊朗原油进口的减小量 28.5 万桶/天可以通过其他进口来源填补, 如中国计划进口 200 万桶的英国北海 Forties 原油¹, 同时中石化从俄罗斯 2 月份进口原油的溢价也创历史新高, 体现出中国积极寻求伊朗原油替代品的冰山一角。

伊朗禁运将对我们的油价预测带来上行风险

在年度展望中, 我们预期随着利比亚的复产和非欧佩克供应的恢复, 2012 年油价走势前低后高。尤其 2012 年上半年出现小幅的供过于求, 而近期如北海产量的恢复和美国库存数据的上升都证明了我们之前的判断。但是, 伊朗禁运一旦执行所造成的供应冲击将改变我们之前的观点, 2012 年上半年将出现供不应求的局面。而具体的影响需要等到 1 月底欧盟最终通过对伊朗制裁决议的细节出台。另外, 我们认为当前伊朗封锁霍尔木兹海峡可能性很小, 而如果极端情况出现可能导致战争爆发, 油价有望超过 200 美元/桶, 具体细节见 2012 和 2013 年度展望²。

伊朗紧张局势对石油市场的影响初露端倪

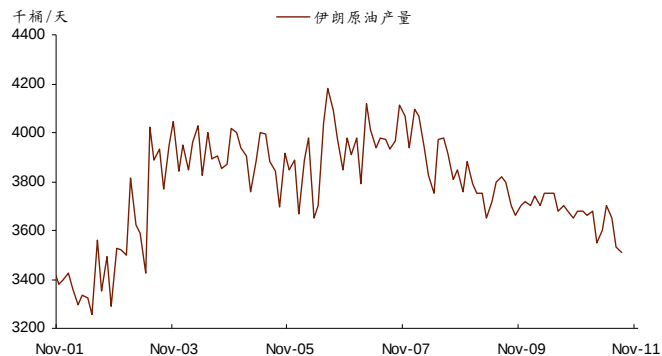
我们认为伊朗紧张局势对石油市场的影响初露端倪。从原油期货价格概率分布的角度来看, 当前市场对尾部事件 (tail risk) 出现概率的预期有所上升, 尤其是预期油价超过 200 美元/桶概率的已上升, 但仍低于中东北非危机时期。

¹ <http://www.reuters.com/article/2012/01/05/iran-oil-china-idUSL3E8C5EFP20120105>

² 2011 年 11 月 12 日《石油市场展望-2012 年前松后紧, 2013 年趋于平衡》

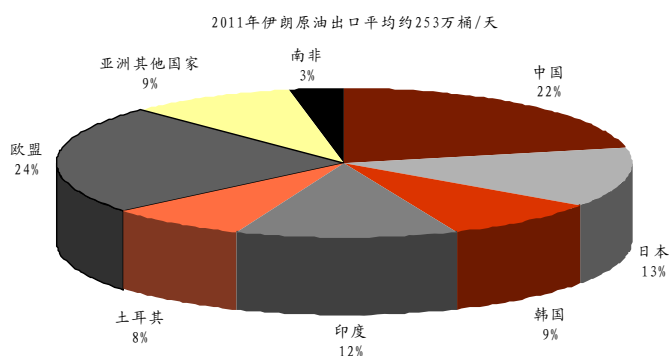
伊朗影响初露端倪

图表 1：伊朗原油产量



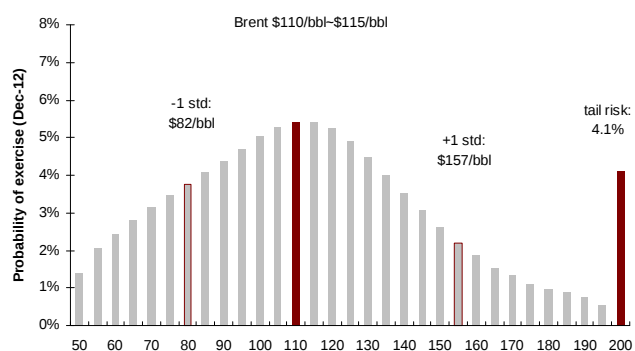
资料来源：国际能源署、中金公司研究部

图表 2：伊朗主要出口国分布



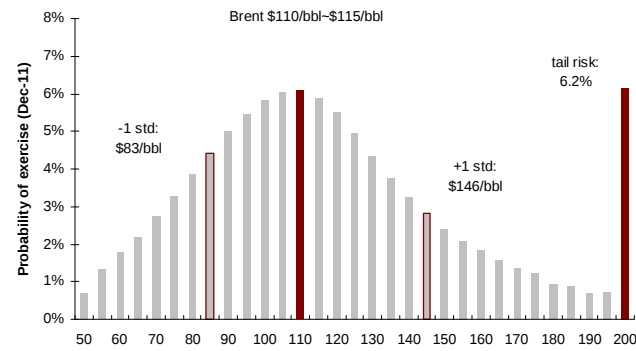
资料来源：国际能源署、中金公司研究部

图表 3：2012 年 1 月 4 日期权市场隐含价格风险



资料来源：国际能源署、中金公司研究部

图表 4：2011 年中东北非时期期权市场隐含价格风险



资料来源：国际能源署、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