



FUTURE

光期研究：近期炼厂生产和终端需求市场关注点初探

光大期货研究所

能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油、甲醇

分析师：杜冰沁

品种：原油、天然气、
燃料油、沥青、
航运

分析师：邱艺琳

品种：天然橡胶、20 号
胶、PTA、MEG

撰写人：杜冰沁

撰写日期：

2023 年 11 月 29 日

期市有风险

入市需谨慎

- ◆ 三季度，国际油价涨至年内高位，叠加汽柴油价格回落，国内地炼生产加工利润持续下滑，接近亏损区间，同时面临年底原油进口配额紧张，部分炼厂以降低开工率和加工负荷来应对。根据我们此前在山东地炼调研了解到的情况来看，炼油利润亏损对于不同炼厂的影响并不完全一致，整体对于中小规模炼厂影响会更大。
- ◆ 近期生产端面临的另外一大问题在于原料紧缺的限制。12 月受原料紧张和成品出口利润下滑等因素的影响，预计地方炼厂生产负荷虽有小幅回升，但整体或维持低位。此前地炼已经逐渐加大了对燃料油的采购作为炼厂一次装置的替代进料，在原油进口配额紧张的背景之下，高硫直馏燃料油的进口需求仍将保持高位。
- ◆ 炼厂产品终端需求则表现各异，今年整体出行需求释放带动的汽油消费偏强，而以物流和工业需求为主的柴油消费则表现相对偏弱，进入四季度，随着气温逐渐降低，一方面汽油刚需仍有支撑，但另一方面基建工程等项目的开工率将逐步下滑，柴油需求也将呈现季节性回落。
- ◆ 此前市场普遍感知沥青也是终端需求表现较差，而我们此前的调研则发现存在一定地区差异，华北地区的沥青终端需求表现相对较好，项目回款对终端施工影响不大。尽管今年的“金九银十”旺季需求确实不及预期，但是有限的库存压力使得沥青价格在近期原油大跌的过程中表现相对抗跌。即将进入 12 月，市场的关注点转向冬储需求的释放。
- ◆ 从燃料油品种来看，近期新加坡高硫燃料油市场结构有小幅走强，本周商务部增发 300 万吨燃料油进口配额，出于对年末国内高硫炼厂进料需求的看好，我们仍维持对于 LU-FU 价差拐点或现，整体偏空的看法。
- ◆ 从沥青品种来看，我们在前期的报告中提到，在冬储来临之前，预计价格将有一定的下跌，目前来看已基本实现，当前的价格对于冬储有一定的吸引力，已有炼厂零星释放低价合同，我们认为沥青价格底部已现，今年冬储时间或较往年有所提前，随着 12 月冬储需求的释放，沥青盘面价格或将再度受到支撑，不过需要关注成本端油价大幅波动带来的风险。

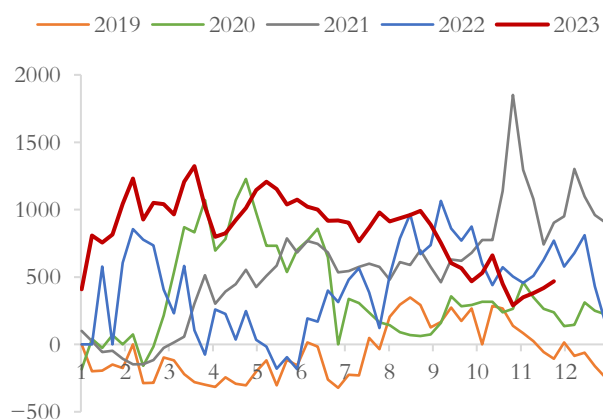
光期研究：近期炼厂生产和终端需求市场关注点初探

三季度原油价格连续上涨使得炼厂成本端压力加剧，地炼理论利润逐步走低，部分炼厂减产降负，随着国际油价出现回落，我们结合前期山东炼厂和贸易商实地调研走访的情况，对年末炼厂生产和终端需求作了简要分析。

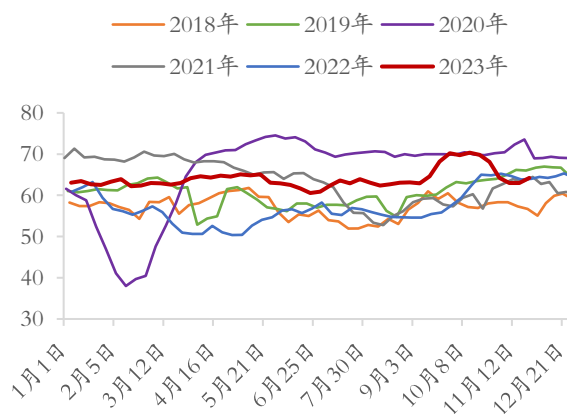
1、前期油价高位，炼厂成本端压力较大

回顾三季度，国际油价涨至年内高位，叠加汽柴油价格回落，国内地炼生产加工利润持续下滑，接近亏损区间；同时临近年底原油进口配额紧张，部分炼厂以降低开工率和加工负荷来应对。截至目前，隆众数据显示 11 月国内炼厂加工负荷降至 71% 的水平，环比上月下跌 4%；其中地炼常减压装置开工率降至 62%，相比之前 9 月的最高水平下滑 7%；而 11 月山东地炼成品油炼油利润最低探至 290 元/吨，近期由于原油端的大幅下跌，利润修复至 468 元/吨，但受到原料短缺影响，地炼产能利用率仍未出现明显回升，目前独立炼厂常减压装置开工率仅小幅增至 64% 左右。

图表 1：山东地炼成品油炼油毛利（元/吨）



图表 2：地炼常减压装置开工率（单位：%）

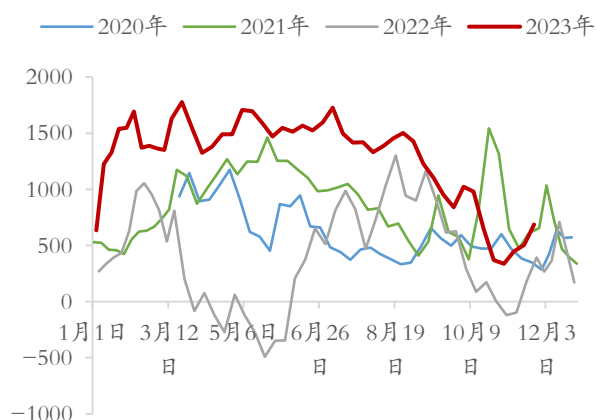


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

资料来源：Mysteel、光大期货研究所

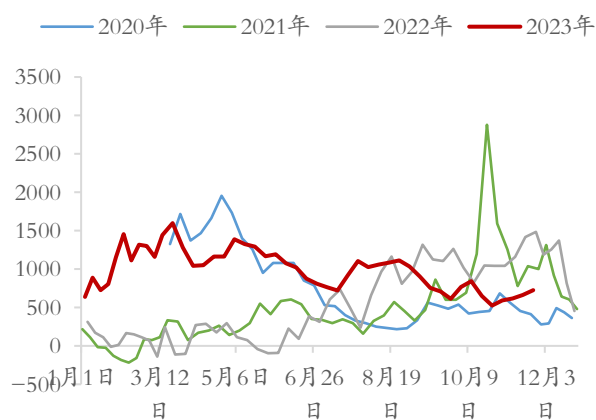
根据我们此前在山东地炼调研了解到的情况来看，炼油利润亏损对于不同炼厂的影响并不完全一致，例如某原油年加工量 200 万吨的中小型独立炼厂，整体负荷弹性相对较大，开工率会根据原材料价格波动而及时变动，9 月以来受成本端高位影响，炼厂负荷降至最低六、七成左右，同时对下游贸易商也实行降价销售。不过降负荷仅仅是进料减少，而非装置关停，因为出于安全生产的考虑，装置开停必须提前上报，同时两年装置大检一次，一般会在春节前的淡季进行检修，持续时间在两个月左右。而我们了解到的另一家同为 220 万吨年加工量的独立炼厂，在炼油利润较差的情况之下并没有大幅降低开工率，同时包括汽柴油和沥青在内的成品销售也较为顺畅，库存压力并不大。不过整体来看，炼油利润对于中小规模炼厂影响会更大一些，这些炼厂成品竞争力小，转型存在困难，只能通过降低开工率的方式进行调节，而拥有更为先进装置的中大型炼厂则有能力维持高负荷，并且这些炼厂多数也已经向精细化工、甚至新能源方向布局转型，利润亏损对产能利用率的影响并不大。

图表 3：山东地炼汽油炼油毛利（元/吨）



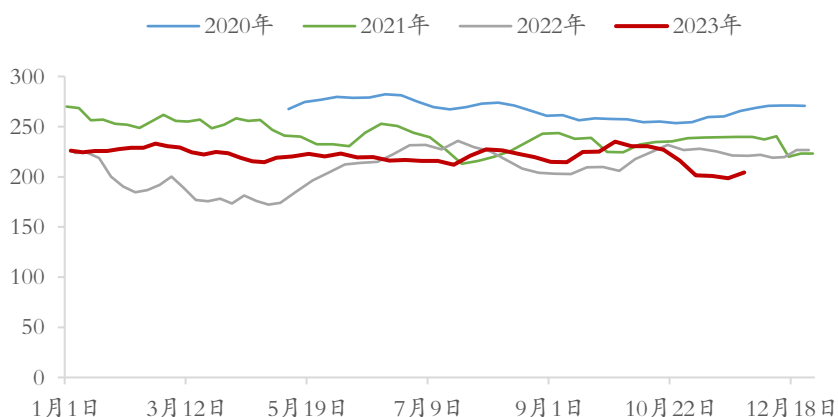
资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 4：山东地炼柴油炼油毛利（元/吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 5：山东地炼周度原油加工量（单位：万吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

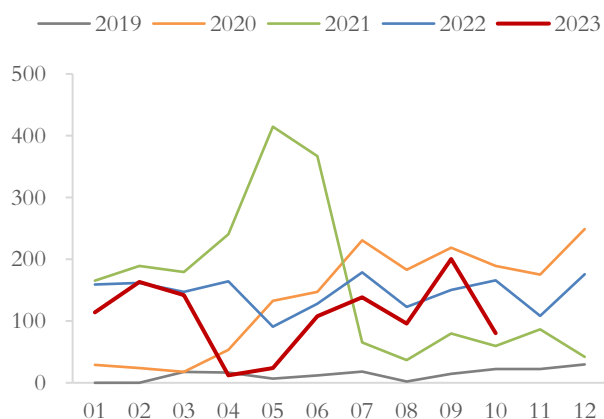
尽管炼厂理论利润有所回升，但近期生产端面临的另外一大问题在于原料紧缺的限制。临近年底，地炼原油进口配额所剩有限，加上前期稀释沥青进口受到美国对委内瑞拉制裁放松影响大幅降低，海关数据显示 10 月中国稀释沥青进口量降至 80.14 万吨，较上月大跌 60%。隆众资讯预计 11 月炼厂原油加工量环比下滑 600 万吨左右，12 月受原料紧张和成品出口利润下滑等因素的影响，我们预计地方炼厂生产负荷虽有小幅回升，但整体或维持低位。

需要注意的是，三季度以来，地炼已经逐渐加大对于燃料油的采购作为炼厂一次装置的替代进料，据海关数据统计，10 月我国共进口燃料油 267.64 万吨，环比增加 61.95%，同比增加 85.28%；据隆众船期最新统计数据显示，11 月山东及天津港口直馏燃料油卸货量或将高达 130 万吨以上，环比 10 月大涨超过 140%。据了解今年 1620 万吨燃料油进口配额已提前消耗完毕，11 月 27 日，商务部最新公告显示，增发 2023 年成品油（燃料油）非国营贸易进口允许量 300 万吨，为近年来燃料油进口配额首次增加。近期炼厂进料需求将成为高硫市场的主要支撑。另外，隆众资讯船期最新数据同时显示，11 月山东及天津港口稀释沥青卸货量预期将高达 180 万吨以上，环比 10 月

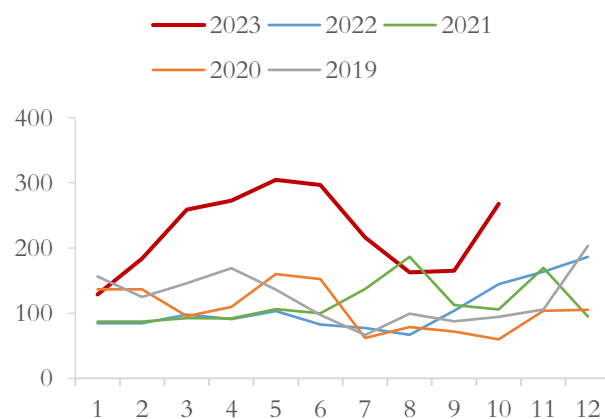
涨幅超过 110%。12 月来看，在原油进口配额紧张的背景之下，高硫直馏燃料油的进口需求仍将保持高位，继续支撑高硫市场结构走强。

图表 6：国内稀释沥青进口量（单位：万吨）

图表 7：国内燃料油进口量（单位：万吨）



资料来源：iFinD、光大期货研究所



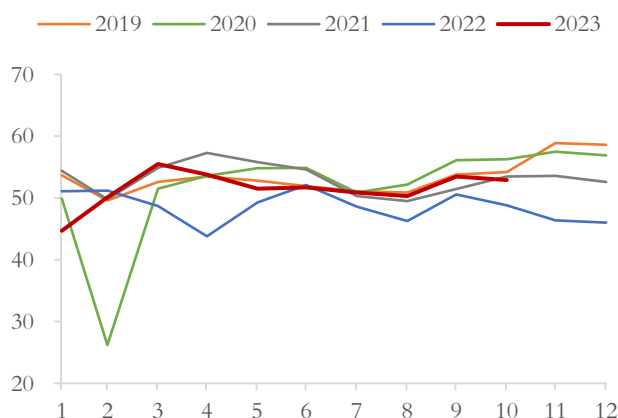
资料来源：iFinD、光大期货研究所

2、终端需求表现各异

作为疫后复苏的首年，今年整体出行需求释放带动的汽油消费偏强，而以物流和工业需求为主的柴油消费则表现相对偏弱，三季度暑假期间汽油消费表现强劲，而柴油虽然也迎来“金九银十”需求旺季，但是在 10 月制造业新增订单总量增速放缓和今年“双 11”等购物节表现不温不火的背景之下，柴油需求端的提振有限。

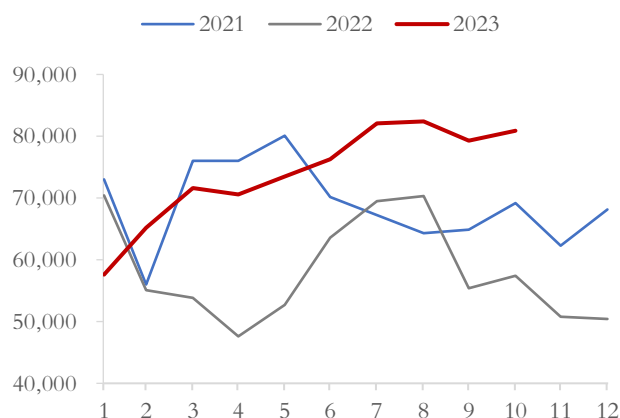
进入四季度，随着气温逐渐降低，一方面汽油刚需仍有支撑，居民驾车出行增多；但另一方面进入淡季，基建工程等项目的开工率将逐步下滑，柴油需求也将呈现季节性回落。从社会库存的表现也可以看出，今年三至四季度以来，柴油的社库压力整体要大于汽油，库存绝对值也显著高于往年同期水平。

图表 8：中国物流业景气指数（单位：%）



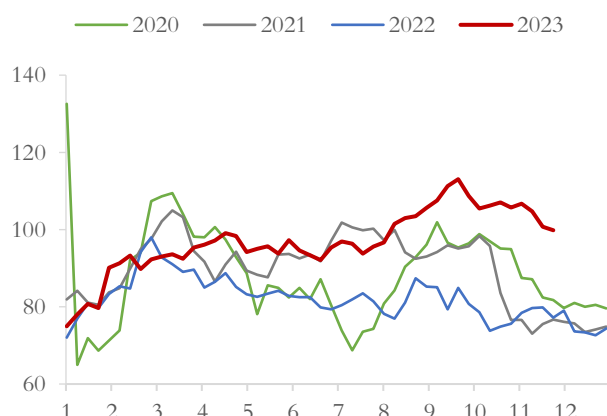
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 9：中国网约车订单总量（单位：万单）



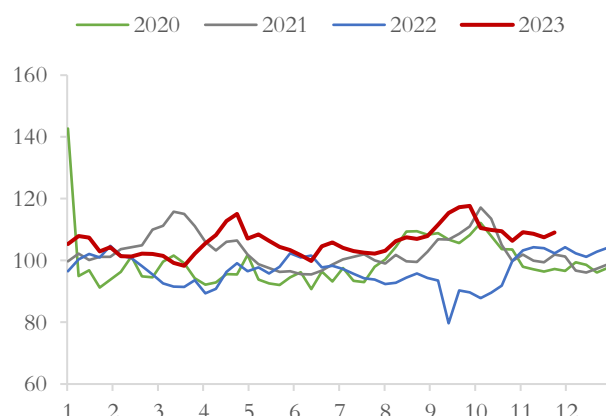
资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 10：国内柴油社会库存（单位：万吨）



资料来源：Mysteel、光大期货研究所

图表 11：国内汽油社会库存（单位：万吨）

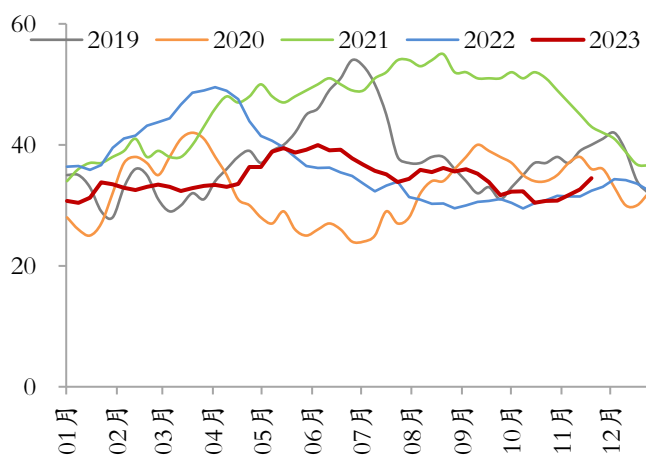


资料来源：Mysteel、光大期货研究所

从炼厂的另一大产品沥青来看，此前市场普遍感知也是终端需求表现较差，而我们此前的调研则发现了一些跟感知略有不同的地方。据我们了解到的一家华北地区沥青贸易商表示，三季度以来华北地区的沥青终端需求表现相对较好，某年需求量 20 万吨左右的终端企业，7-8 月新开十几个工地，虽然去年项目回款较慢，今年预计和去年情况差不多，但对于施工影响不大。同时我们了解到的一家山东地区独立炼厂也表示，项目回款并不影响终端施工，平常厂里沥青库存在 10

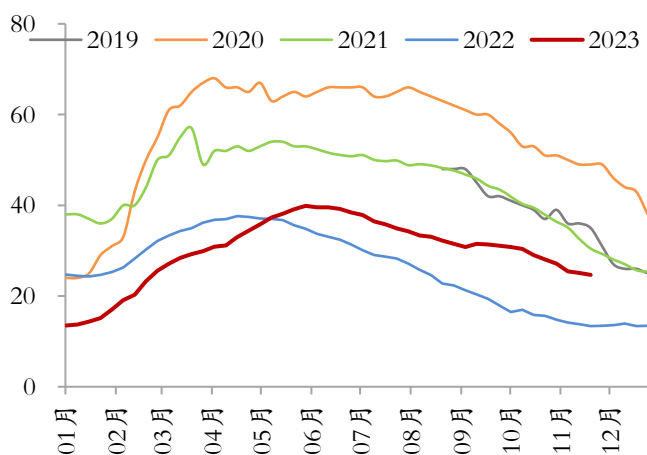
万吨左右，目前库存水平约为 3-4 万吨，整体出库较为顺畅，贸易商的社会库存压力也不明显。尽管从沥青的炼厂出货量和表观需求量来看，今年的“金九银十”旺季需求确实并没有得到很好的体现，但是有限的库存压力使得沥青价格在近期原油大跌的过程中表现相对抗跌，裂解利润得到明显修复。即将进入 12 月，沥青社库去库速度开始放慢，厂库也开始逐步累库，在刚需逐渐停滞的情况下，市场的关注点转向冬储需求的释放。

图表 12：沥青炼厂库存率（单位：%）



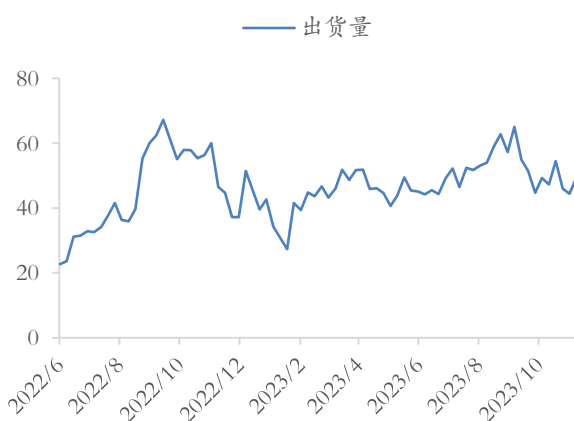
资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 13：沥青社会库存率（单位：%）



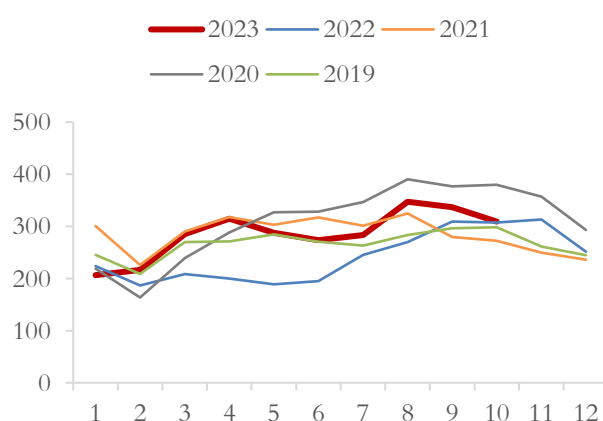
资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 14：沥青炼厂出货量（单位：万吨）



资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表 15：沥青表观消费量（单位：万吨）

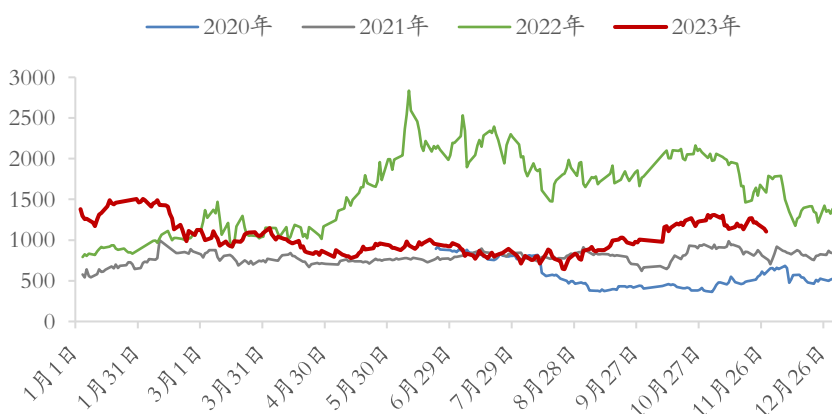


资料来源：百川资讯、光大期货研究所

3、后市相关品种怎么看？

从燃料油品种来看，近期新加坡高硫燃料油市场结构有小幅走强，接近年底原油进口配额偏紧，同时此前稀释沥青进口受到美国对委内瑞拉制裁放松影响大幅降低，本周商务部增发 300 万吨燃料油进口配额，炼厂进料需求或成为近期高硫市场的主要支撑。尽管近期科威特 61.5 万桶/日产能的 Al-Zour 炼厂出现设备故障，在缺失科威特的出口之下亚洲低硫市场供应依然偏紧，但据该公司表示预计 12 月 10 日前能恢复满负荷生产，预计供应扰动不会持续太久，且本周数据显示 12 月下半月来自西半球至新加坡的低硫套利船货数量将增加。出于对年末国内高硫炼厂进料需求的看好，我们仍维持对于 LU-FU 价差拐点或现，整体偏空的看法。

图表 16：LU-FU 价差走势（单位：元/吨）

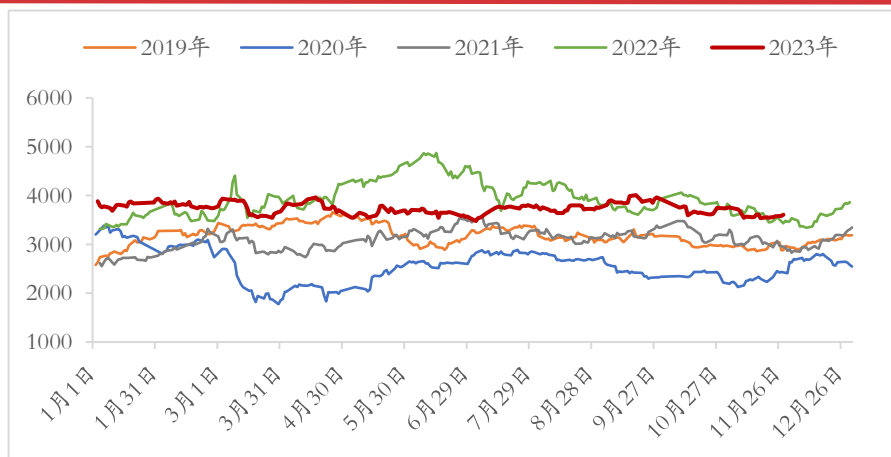


资料来源：iFinD、光大期货研究所

从沥青品种来看，短期沥青供应受到利润修复有小幅增加的趋势，但是 12 月整体排产继续下滑，11 月稀释沥青到港量再度大幅回升，美国对委内瑞拉制裁放松带来稀释沥青分流的影响更多为中期，供应端暂时无太大风险。需求端，在近期大范围降温雨雪天气影响下，终端需求持续减弱，等待冬储需求的释放。我们在前期的报告中提到，在冬储来临之前，预计价格将有一定的

下跌,目前来看已基本实现,当前的价格对于冬储有一定的吸引力,已有炼厂零星释放低价合同,我们认为沥青价格底部已现,今年冬储时间或较往年有所提前,随着12月冬储需求的释放,沥青盘面价格或将再度受到支撑,不过需要关注成本端油价大幅波动带来的风险。

图表 17: BU 主力合约走势 (单位: 元/吨)



资料来源: iFinD、光大期货研究所

光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2022 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2022 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **天然橡胶/聚酯分析师：邱艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，上海大学金融学硕士、金融学学士。主要从事天然橡胶、20 号胶、PTA、MEG 等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。

期货从业资格号：F03107645。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。