

**能化专题报告：2024 年 3 月 1 日****从炼厂类型看沥青生产，沥青未来供给增量有限****主要逻辑：**

就当下情况而言，虽然短期沥青供应上缩减较为明显，但淡季的影响叠加库存的累积，沥青呈现出供需两弱的市场特点。

通过复盘低利润状态下企业的生产情况，可以判断出简单型炼厂的利润敏感度较高，而当前利润低位下，简单型炼厂的整体开工率仅有 27%，因此短期内沥青供应受到一定限制并且无实际利润好转下，恢复产量比较困难。然而，需重点关注的是委内瑞拉制裁情况的发展。随着美国对委内瑞拉制裁在 4 月恢复的可能性增加，原料端的不确定性也随之增加。

一方面，通过对于航运数据的表现可以看到，委内瑞拉原油出口量逐渐增加，并且前往亚洲的货量亦较前期有所增加。如果美国恢复对于委内瑞拉的制裁，委内瑞拉原油重新集中出口到中国的可能性增加，稀释沥青的升贴水走弱则有较大概率发生。而通过对于历史的复盘我们发现，低利润产能整体复产弹性最大，若利润充分回升，整体月产量增量空间约在 50 万吨附近，届时沥青基本面亦将从偏紧格局转向过剩。

**后市展望：**

展望未来，沥青自身供需预计呈现紧平衡的状态，后续应着重观察沥青下游的恢复速度，同时也要观察委内瑞拉的制裁情况以及未来原油去向，需警惕制裁重启带来的利润回升，一旦沥青利润回升那么简单型炼厂产量快速增加势必带来沥青基本面恶化。反之，若美国继续放松对于委内瑞拉的制裁，那么低利润限制供应伴随需求的回归，将带动沥青价格的走高。

**风险提示：**

委内瑞拉制裁政策变动；需求恢复不及预期

**能化专题报告**

研究员：董丹丹

期货交易咨询从业信息：Z0017387

期货从业信息：F03095464

联系方式：18616602602

研究员：马慧珊

期货交易咨询从业信息：F03130811

联系方式：18942773338

发布日期： 2024 年 3 月 1 日

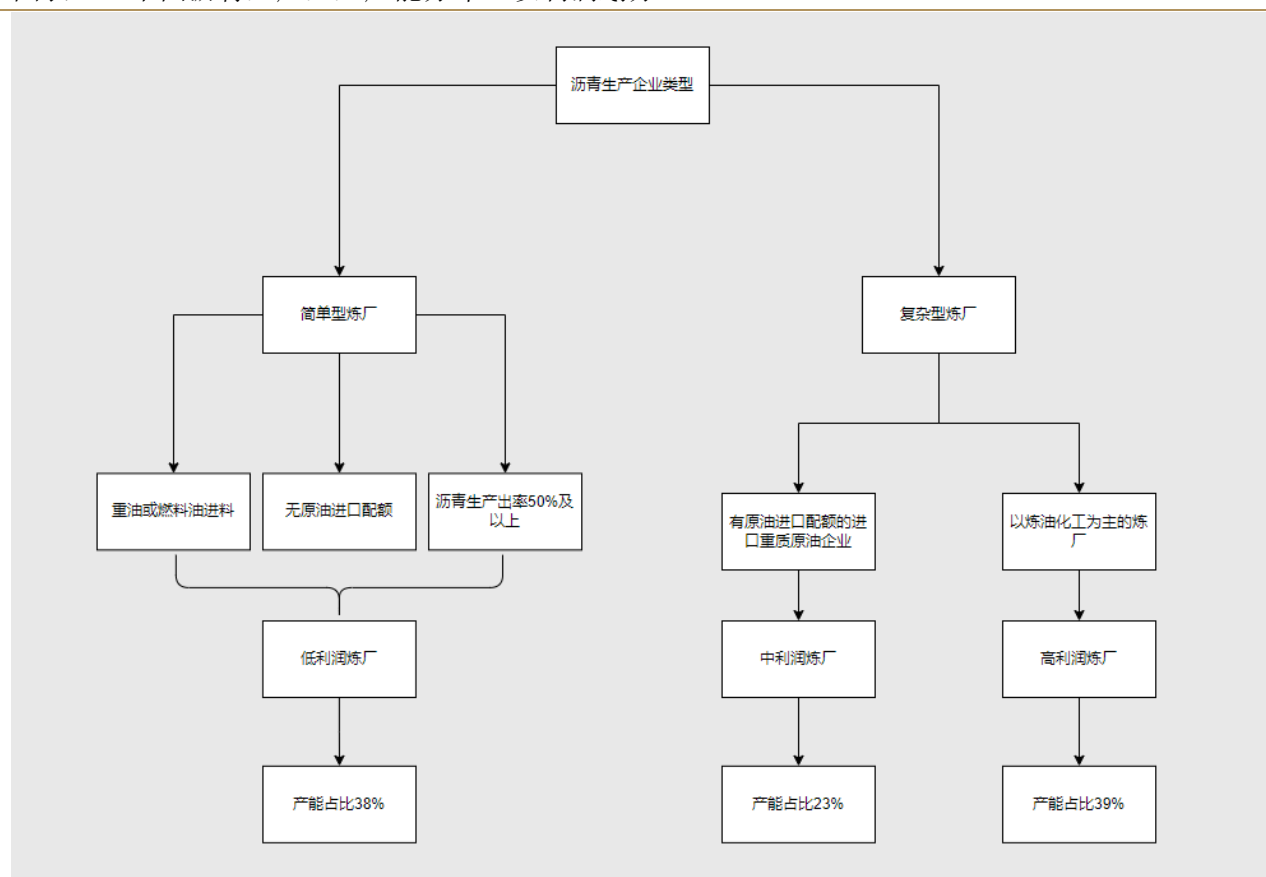
## 一、低利润影响下，沥青产量同比下滑

### 1. 38%左右的低利润产能短期提产概率较低

- 低利润产能：无原油配额企业、利用燃料油及其他重质原料生产沥青的炼厂
- 中利润产能：有原油配额，进口重质原油生产沥青的炼厂
- 高利润产能：有原油配额综合型炼厂，以沥青为副产品

经过此利润归类，我国沥青产能中，低利润炼厂占比为 38%，中利润炼厂占比为 23%，高利润炼厂占比为 39%。

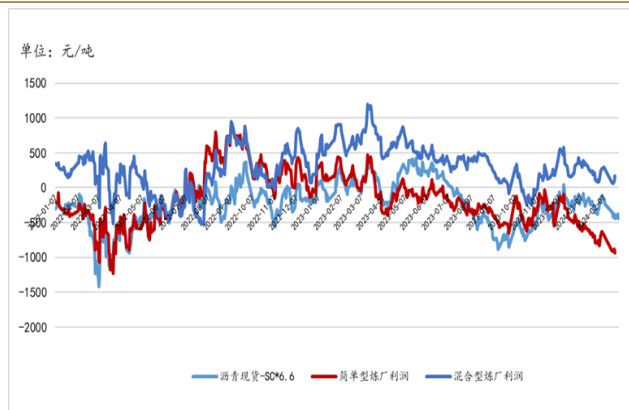
图表 1：中国沥青生产企业产能分布（以利润划分）



数据来源：隆众化工，卓创红桃3，百川盈孚，中信建投期货研发部

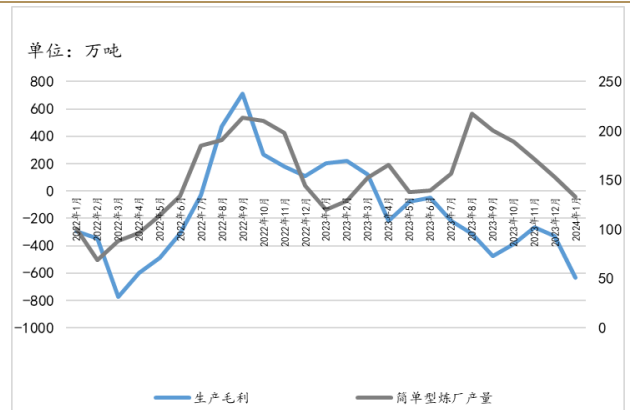
通过对比低利润类型炼厂的产量数据，反映出低利润类型炼厂的产量受利润影响因素较大，在当下低利润炼厂企业面临较大的困境，短期大规模提产概率较低。据百川盈孚统计，地炼3月沥青产量预计114万吨左右，环比增加14万吨，涨幅为14%，同比减少35万吨，跌幅为23%。究其原因，就北方市场来看，3月气温逐渐升高，终端需求可随之提升，河南丰利复产沥青，带动地炼产量有所上升。就南方市场来看，福建联合、盛马化工复产沥青，其余炼厂小幅增产。不过，地炼生产沥青的效益修复空间有限，部分地炼沥青或仍将保持转产状态。

图表 3：沥青不同类型炼厂利润情况



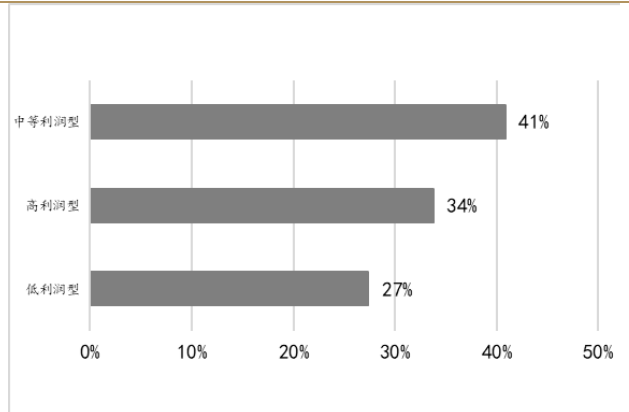
数据来源：卓创红桃 3，中信建投期货研发部

图表 4：低利润炼厂利润与产量对比



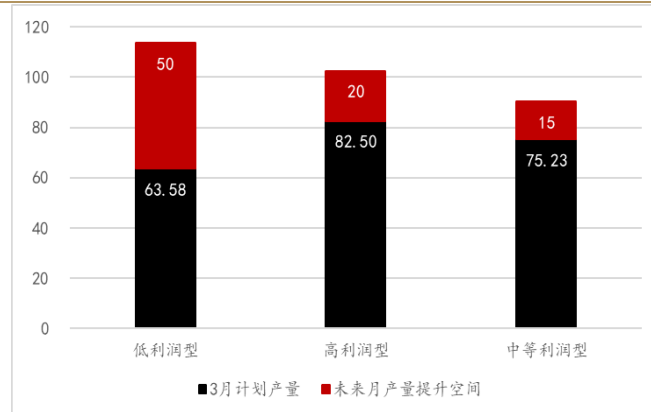
数据来源：卓创红桃 3，隆重化工，中信建投期货研发部

图表 5：不同类型炼厂 3 月计划开工率



数据来源：隆众化工，百川盈孚，中信建投期货研发部

图表 6：3 月计划产量以及未来可提升空间

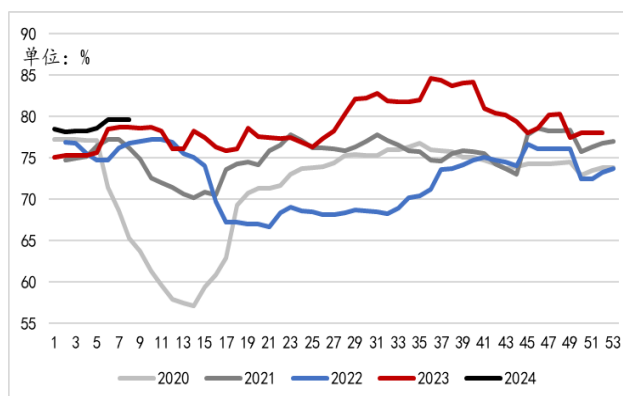


数据来源：卓创红桃 3，隆重化工，中信建投期货研发部

## 2、后续产量增加靠主营带动但增量较为有限

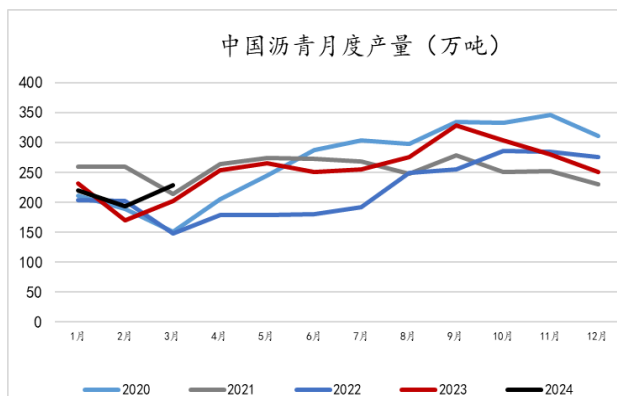
主营炼厂 3 月沥青计划产量总计 107 万吨左右，环比增加 40 万吨，同比减少 10 万吨。其中中石化炼厂 3 月沥青产量预计 63 万吨左右，环比增加 14 万吨，涨幅为 29%，同比减少 12 万吨，跌幅为 17%。中石油炼厂 3 月沥青产量预计 29 万吨左右，环比增加 11 万吨，涨幅为 63%，同比增加 4 万吨，涨幅为 17%。中海油炼厂 3 月沥青产量预计 15 万吨左右，环比减少 2 万吨，跌幅为 12%，同比减少 2 万吨，跌幅为 10%。主营炼厂利润较高，但主营炼厂产量高峰预计在 130 万吨左右，而利润不高的情况下，转产渣油现象仍较为普遍，预计后续提负有限。

图表 5：中国主营炼厂周度开工负荷



数据来源：卓创红桃 3，中信建投期货研发部

图表 6：中国沥青月度产量（万吨）



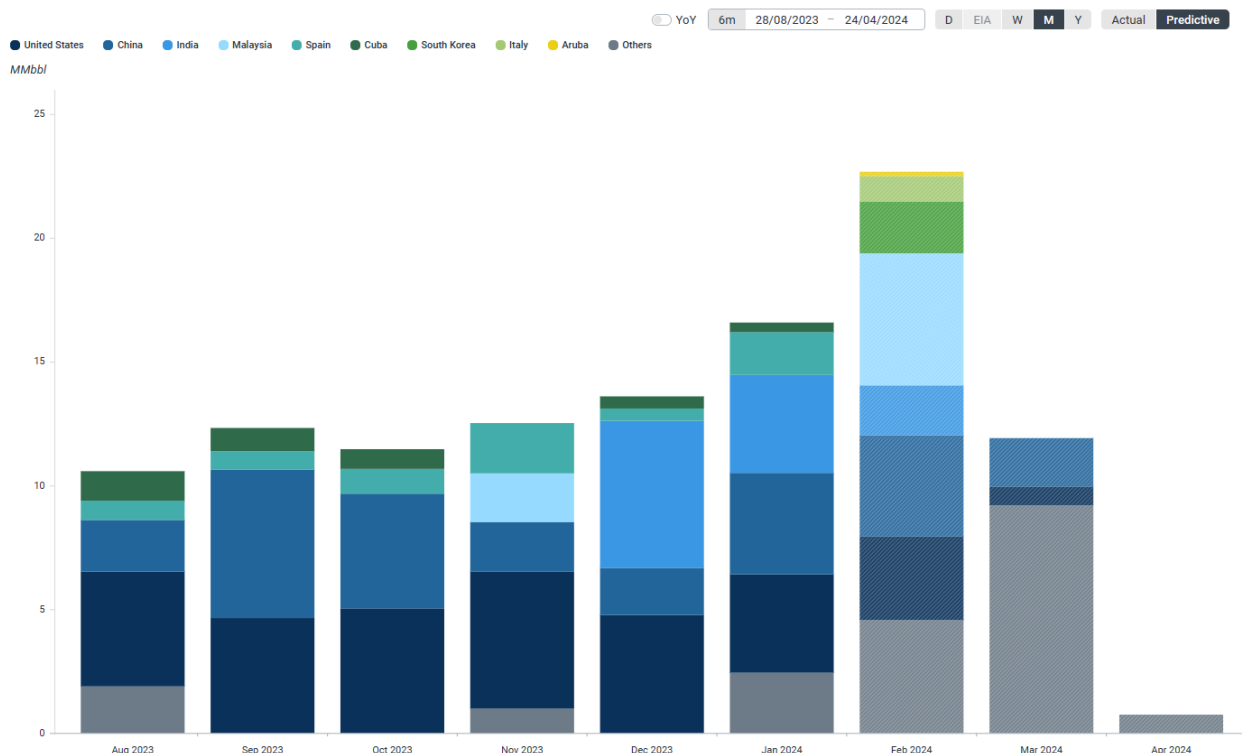
数据来源：卓创红桃 3，隆重化工，中信建投期货研发部

## 二、委内瑞拉制裁或在 4 月重启，成本端不确定性增加

### 1. 美对委重启制裁可能性增加，委内瑞拉原油存重新集中出口中国可能

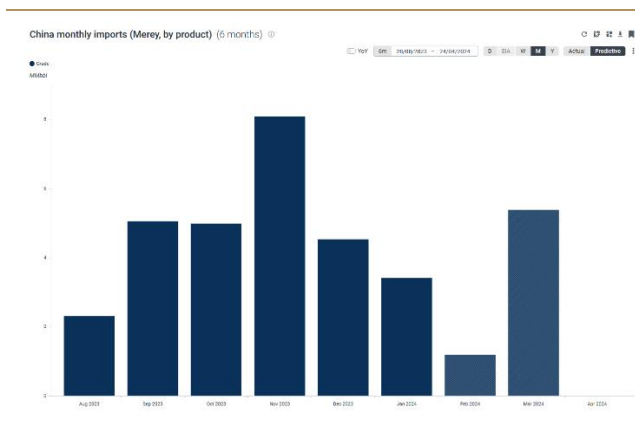
图表 7：委内瑞拉原油（马瑞原油+其他品种）出口量（百万桶）

Venezuela monthly exports (Crude, by destination country) (6 months) ①



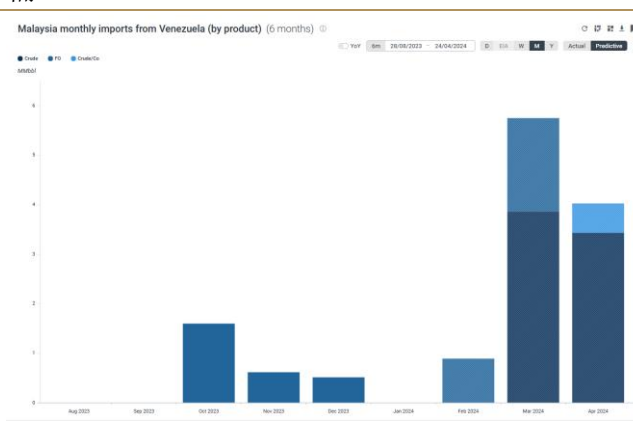
数据来源：Kpler，中信建投期货研发部

图表 8：中国进口马瑞原油量（百万桶）



数据来源：Kpler，中信建投期货研发部

图表 94：马来西亚自委内瑞拉进口量（百万桶）



数据来源：Kpler，中信建投期货研发部

委内瑞拉原油出口量呈现逐月增加趋势。具体到中国的进口量上，1-2 月份到港量少的局面或有缓解，根据 Kpler 数据显示，3 月至 4 月的委内瑞拉原油到港中国的货量预计较 1-2 月份增加 40% 附近。结合到出口至马来西亚的总量，预计沥青整体原料端供应量较 1-2 月份增加 60% 以上。

从航运数据中，可以捕捉到委内瑞拉原油出口量迅速增加，使得重质原油的供应量短期出现明显增加；而制裁若重新进行，市场对于委内瑞拉的争夺将明显减少，稀释沥青的升贴水走弱则是大概率发生的情况。届时简单型炼厂利润或出现大幅度修复，这部分利润敏感型企业的开工提升则可能引起沥青产量出现过剩。根据图表 6 预估，低利润产能整体复产弹性最大，若利润充分回升，整体月产量增量空间约在 50 万吨附近，沥青基本面亦将从偏紧格局转向过剩。

### 三、结论：低利润下短期沥青供应有限，后续仍需重点关注制裁情况

就当下情况而言，虽然短期沥青供应上缩减较为明显，但淡季的影响叠加库存的累积，沥青呈现出供需两弱的市场特点。

通过复盘低利润状态下企业的生产情况，可以判断出简单型炼厂的利润敏感度较高，而当前利润低位下，简单型炼厂的整体开工率仅有 27%，因此短期内沥青供应受到一定限制并且无实际利润好转下，恢复产量比较困难。然而，需重点关注的是委内瑞拉制裁情况的发展。随着美国对委内瑞拉制裁在 4 月恢复的可能性增加，原料端的不确定性也随之增加。

一方面，通过对于航运数据的表现可以看到，委内瑞拉原油出口量逐渐增加，并且前往亚洲的货量亦较前期有所增加。如果美国恢复对于委内瑞拉的制裁，委内瑞拉原油重新集中出口到中国的可能性增加，稀释沥青的升贴水走弱则有较大概率发生。而通过对于历史的复盘我们发现，低利润产能整体复产弹性最大，若利润充分回升，整体月产量增量空间约在 50 万吨附近，届时沥青基本面亦将从偏紧格局转向过剩。

展望未来，沥青自身供需预计呈现紧平衡的状态，后续应着重观察沥青下游的恢复速度，同时也要观察委内瑞拉的制裁情况以及未来原油去向，需警惕制裁重启带来的利润回升，一旦沥青利润回升那么简单型炼厂产量快速增加势必带来沥青基本面恶化。反之，若美国继续放松对于委内瑞拉的制裁，那么低利润限制供应伴随需求的回归，将带动沥青价格的走高。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多投研报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更



改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。