

## 【国投安信|能源调研社】山东地区夏季原油&amp;成品油市场调研

国投安信|能源调研社

高明宇 首席分析师

F0302201 Z0012038

李云旭 高级分析师

F3063210 Z0014563

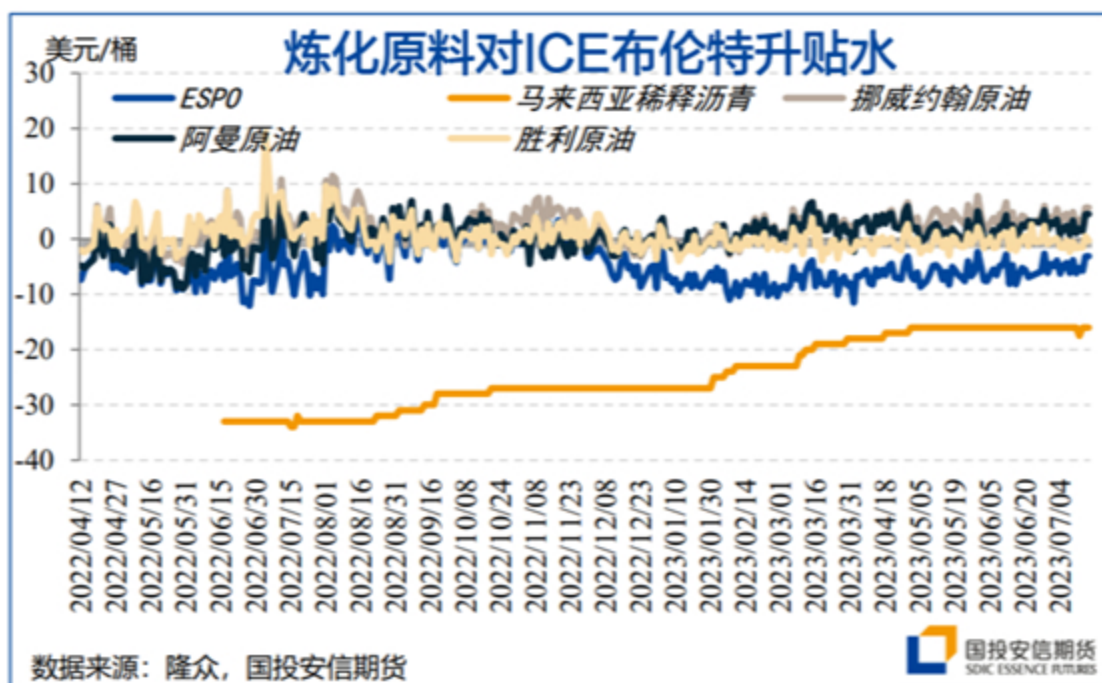
中国疫情防控放开后的原油采购需求一度是年内全球原油市场的最大亮点，而这一预期也随着国内经济复苏力度的削弱有所下调；继2021年我国对进口混芳、轻循、稀释沥青加征消费税后，今年6月30日起进一步明确对异辛烷、混芳等汽油调和原料征收消费税，调油市场的利润空间被进一步挤压。为了解山东地区炼化企业的真实采购需求、炼厂加工利润和强度，以及成品油市场格局的最新变化，7月11-14日我们走访了山东潍坊、东营、淄博3市的10家单位，调研了4家炼厂、4家贸易商、1家原油交割库及1家行业资讯机构，主要收获如下。

### 一、原料市场的重构

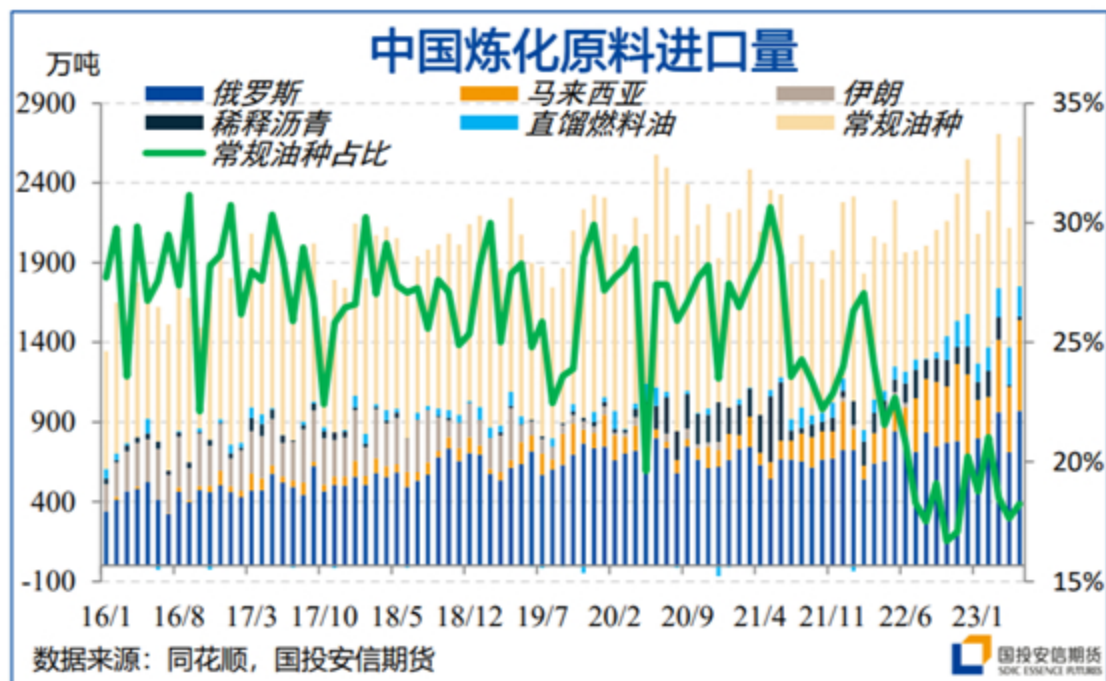
西方国家对俄罗斯原油出口执行禁运及限价制裁后，中国炼厂有了更多折价原料的选择。以地炼常规使用油种ESPO为例，俄乌冲突暴发前2021年发往日韩和美国的货量占比分别为15.6%、6%，2023年以来这部分出口量被完全分流至中国和印度。因今年2月主营对ESPO的买盘清淡，3月到货期的DES报价对布伦特原油期货贴水一度达到8-9美元/桶，近来主营炼厂增加了对ESPO船货的采购，贴水修复至4美元/桶左右，但仍具有明显价格优势，是地炼企业和民营大炼化的重要选择油种。而俄罗斯西部港口原本流向欧洲的乌拉尔原油则更多被分流至印度和中国主营炼厂，对地炼而言并非性价比之选。

对于没有原油进口配额的炼厂、特别是沥青型炼厂而言，稀释沥青也是重要的炼化原料，沥青毛利高时炼厂会主产沥青，沥青加工利润偏低时炼厂会转产渣油，进一步进入焦化装置生产汽柴油或直接销售中间料。去年8月马来西亚稀释沥青贴水一度达到33美元/桶，目前贴水16美元/桶也极具价格优势，但较原油进口相比需多征收1218元/吨消费税和8%关税。除此之外，马来西亚混合原油也是目前部分地炼企业的重要选择，目前轻质产品贴水13美元/桶左右，考虑产品出率后较ESPO的价格优势达到3-5美元/桶。且今年以来市场出现了重质原油和凝析油调和而成的混合轻质原料，对布伦特贴水达到18-19美元/桶，对山东原料市场构成一定冲击，但后期调和原料完成去库后预计升贴水会有修复空间。

由此来看，随着市场中折价货源的增多，以往地炼常规进口的巴西、西非、挪威等油种并不具备价格优势，市场份额出现明显回落，剩余原料缺口更多依靠国产胜利油、海洋油补充。从全国总体的炼化原料进口来看，随着俄罗斯原油、马来西亚原油、稀释沥青&燃料油进口量的增加，常规原油在原油进口总量中的占比一度自2021年之前的27%左右下滑至17-18%，中国原油采购对常规油种市场的影响有所弱化。



注：除胜利原油为FOB报价外，其他均为远期现货DES报价。



注：常规油种选取地炼以往主流进口的巴西、阿曼、刚果、安哥拉、挪威5个来源国为代表。

今年3月青岛港在稀释沥青通关时发现性质差异较大的低密度原料，疑似涉及敏感原料在进口配额约束外进口的问题，4月起稀释沥青通关大面积遇阻，一度引发市场对原料问题的担忧。从我们了解的情况看，前期积压船货已有部分按稀释沥青、其他燃料油或其他重油的名义卸货进口，但更多是为了解决滞留货的问题，并不意味着原本加工稀释沥青炼厂原料问题的彻底解决。因此，原产委内瑞拉的稀释沥青大概率得以继续通关进口，对于沥青加工原料而言紧缺问题相对4-5月有所缓解，主要变数在于7月20日美国对雪佛龙进口委内瑞拉石油出口至美国的许可到期后，其相关原料是否会增加对欧美外市场的供应；但转向其他燃料油、其他重油名义进口的原料仍有风险。

由于去年四季度中国已为2023年增发2000万吨原油非国营贸易进口配额，因此目前地炼企业的剩余配额相对充裕。第二批、第三批进口配额累计发放1.74亿吨，占年度配额总量的91.6%，部分地炼企业及民营大炼化因上半年节约配额使用，目前发放比例仅为85%，因此原则上仍有1587万吨的第四批配额有待发放。从进口原油热度来看，更多的折价原料选择为炼厂提供了相对丰厚的加工利润，因此进口需求相对旺盛，上半年我国进口原油2.82亿吨，同比增长11.7%，节奏上看第4批配额的发放将对原油采购形成拉动。

点价及套保方面，山东地炼企业目前仍倾向于使用布伦特期货作为主要工具，因为原料采购环节贸易商多已转作布伦特计价，以迪拜计价的油种相对较少。炼厂倾向于在价格低于月均价或自身炼化盈亏平衡成本时锁定价格，也会关注SC与布伦特期货价差，在价差运行至边界水平时根据头寸优选SC锁价。

## 二、炼化环节热点

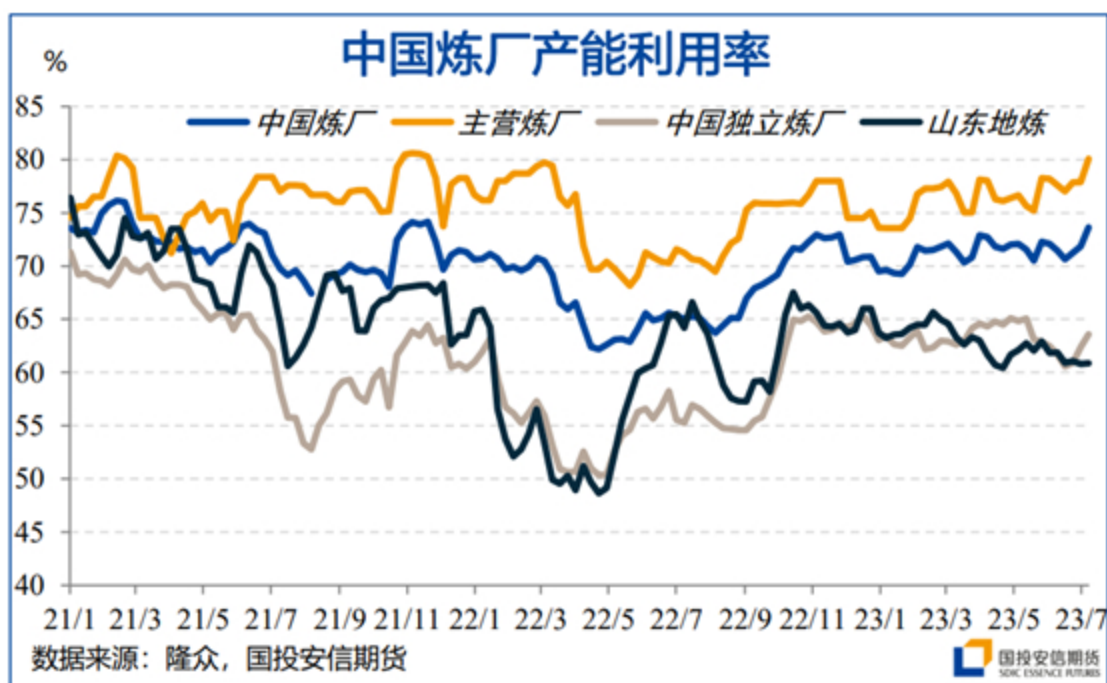
长期来看，产能升级、税收与环保监管趋严背景下山东地炼产能有所收缩；但中短期来看，新冠疫情后国内炼化利润的快速修复以及俄乌冲突重塑低价原料市场格局，使得近三年实际炼油利润较为可观。据炼厂反馈，行业内融资成本仍然较高，但前期具有较大资金压力的炼厂在本轮景气期内重获生机；对于具有原油进口配额且规范化程度较高的炼厂而言，产能较为稳定，且随着对混芳、异辛烷等调油料加征消费税，社会调油商生存空间受到挤压，地炼可能增加成品汽油产出，政策端利好规范化运营的炼厂。

与主营炼厂不断增加开工率不同的是，二季度山东地炼整体开工率有所下滑，但本次所调研炼厂开工未受影响，炼油端维持满负荷运转。被调研的大部分炼厂及贸易商表示当前以原油作为原料的吨油加工净利润在1000元以上，没有降加工量的动力，前期地炼整体开工率下滑主要因加工稀释沥青且不具有原油进口配额的炼厂原料通关受限，另有极少数具有原油进口配额的山东及天津地方炼厂处检修期，为大修年的计划内检修。

对后市来看，在低价原料优势形成的高利润下山东地炼原油加工量预计仍然偏高，但对不具备原油进口配额的炼厂而言，虽然短期内稀释沥青通关缓解，但炼厂及贸易商对海关尚未清晰界定的原料进口仍然谨慎，存在被倒查的可能，不符合稀释沥青标准的其他重油进口存在不确定性。炼厂及贸易商均反馈当前直馏燃料油加工经济性不佳，上半年直馏燃料油进口增加主要是不具原油配额的炼厂对稀释沥青替代的被迫选择。在所调研的具有原油配额的一家炼厂中，近期也有进口直馏燃料油，据悉与原油配额的充裕程度有关。此外，受访炼厂大多表示是否检修的影响因素众多，即使某个装置或炼厂存在亏损也不会轻易进入检修，需要考虑固定成本、重启成本、社会责任等诸多因素。

在原料适应性方面，大部分山东地炼装置更适合加工中质低硫原油，2020年前后俄罗斯ESPO、巴西LULA、阿曼OMAN等是地炼加工的主力油种，近年来马来西亚混合原油凭借贴水优势在山东地炼原料中占据主导，ESPO占比亦进一步增加。据炼厂反馈以上原料结构的转换基本不会对炼厂产品形成影响，但今年马混原油中有少部分偏轻且硫含量高的产品，石脑油收率达30%以上、含硫量1.7%，此类原油近期贴水非常低，主因山东地炼中能加工偏轻原油的仅在3家左右，且对高硫原料来说，除了对炼厂加氢能力有要求外，炼厂装置如管线壁厚等因素亦较为重要，取决于装置设计初期是否针对高硫原油，山东地炼中能加工高硫原油的也相对较少，极低贴水下近期已有炼厂对此类原油进行长约采购，但不具有普遍性。





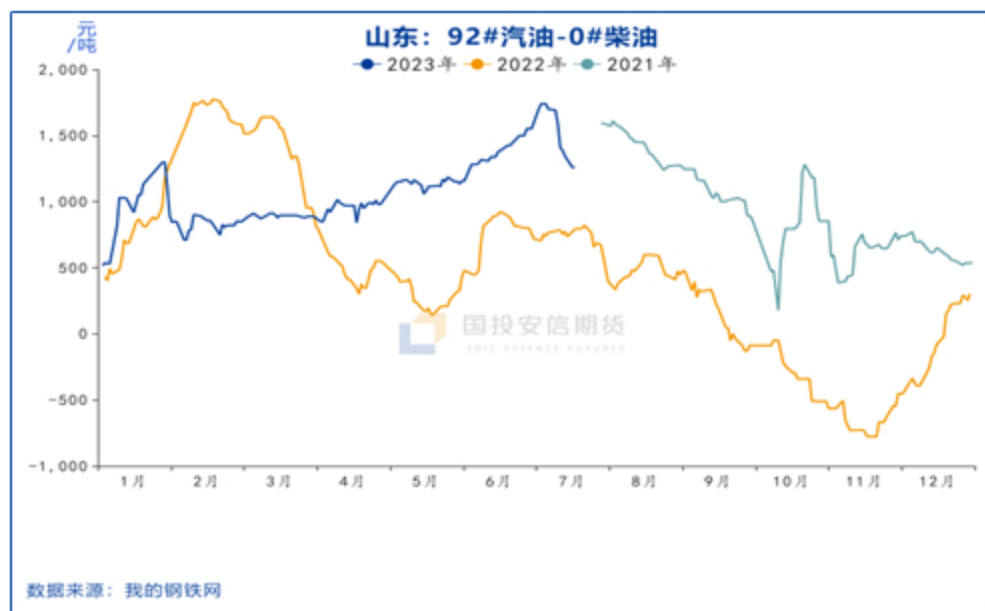
本次调研的某炼厂汽柴油产量比例为3:7，对山东地炼汽柴油产量结构具有较强的代表性，炼厂表示汽柴油收率的调整并不能轻易进行，除了需对原料进行调整外，中间料、催化剂等方面的平衡亦会被打破。综合炼厂和贸易商的观点来看，传统地炼汽柴油收率的调节能力在3%以内，主营或在5%左右。从关键物料的平衡来看，炼厂反馈渣油、蜡油等中间料偏紧，去年海外炼厂的氢气成本制约在地方炼厂没有体现，对于重整制氢以外的氢气缺口，炼厂多由甲醇制氢进行补充。

### 三、成品油后市展望

本次调研对象对下半年国际油价普遍看空，主要基于看衰需求的逻辑，部分认为海外存在衰退甚至金融危机的风险。产业内对国内长期需求的评估相对一致，新能源车对汽油消费的影响在山东市场亦非常明显，汽油消费可能已经达峰，柴油需求则更多依赖经济刺激政策的落地。但对短期需求的看法调研观点有所分化，看弱需求主要基于现实层面近期成品油跟涨原油乏力，炼厂出货感觉并不顺畅，看好需求则主要基于预期层面柴油需求旺季备货，而从上半年的情况来看高开工并没有导致过高的库存累积，表观需求并不差。

库存方面，近一年来油价中枢缓慢下移，贸易商常态化低库存，受访炼厂表示当前汽柴油库存都不高，但前期柴油因季节性淡季，据悉山东市场没有港口库的炼厂可能存在一定幅度累库。

据贸易商反馈，汽柴油下游结构的差异决定了市场格局有所分化。汽油由于更多面向个人消费者，对终端价格敏感性弱，主营在批发环节拥有较强的价格控制力；柴油终端客户较多面向物流公司、工矿企业，其对价格的敏感性高、品牌青睐程度较弱，贸易商在市场中发挥的作用相对汽油更大。本次调研中我们也发现，成品油期现操作模式在贸易商中已较为常见，但因缺乏期货工具，预售模式违约风险高，现货仓储模式储存成本高，实际能参与的主体较为有限。



混芳、烷基化油等调油料加征消费税对汽油的利好作用非常短暂，有贸易商表示主流的汽油调和方案包括89号汽油与30%多的烷基化油，再加上最多12-13%的MTBE，但其认为本轮消费税方案推出后市场仍可能有新的化工品项用于调油。

贸易商普遍看缩汽柴油价差、看多柴油裂解价差，主要基于需求端季节性的强弱转换，汽油季节性旺季即将步入尾声，但柴油在雨季过后需求环比增量仍然看好，而前期柴油裂解价差连续下跌后估值已有较大吸引力。在期货工具的选择上，市场仍倾向于用布伦特原油期货作为裂解价差原油端的对冲头寸，但对原油内外盘价差持续关注，对寻找时机选择SC原油作为对冲工具持开放态度。

## 免责声明

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。