

【建投专题】线上调研，北美最大炼油公司如何看待行业未来？

董丹丹 期货交易咨询从业信息：Z0017387 期货从业信息：F03095464

发布日期：2024年4月30日

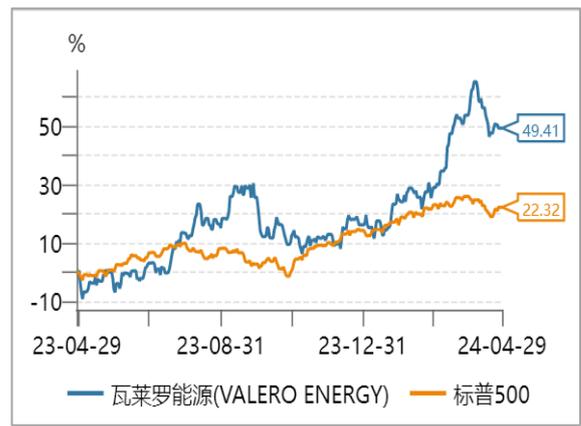
Valero Energy Corporation (NYSE: VLO, “Valero”)2024年4月25日公布，2024年第一季度 Valero 股东应占净利润为 12 亿美元，即每股 3.75 美元，而 2023 年第一季度为 31 亿美元，即每股 8.29 美元。不包括附带的收益发布表中显示的调整，Valero 股东的调整后净利润为 13 亿美元，即每股 3.82 美元；2023 年第一季度为 31 亿美元，即每股 8.27 美元。

图表 1: Valero 季度营收和净利润走势



数据来源: Wind

图表 2: Valero 相对于标普 500 的市场表现



数据来源: Wind

财报公布后的当日，Valero 召开了电话会议，会上，Valero 有这样几个认知：

- 1、炼油利润率将受到产品供应紧张的支撑，即使新增产能，产品需求仍将超过供应。从长远来看，Valero 预计，即使今年全球新炼油厂启动，2025 年以后宣布的产能增加有限，产品需求仍将继续超过供应。
- 2、预计 2024 年汽油需求将与去年持平或略有上升，柴油需求将与 2023 年持平或略有下降。
- 3、有迹象表明，秋季的周转季节不会比正常情况下更繁忙，不像第一季度，繁忙的日程安排导致产品供应如此紧张。



一、Valero 电话会议要点的问答形式展现

1、能否谈一下成品油的供需情况？具体来说，最近柴油和航空煤油的裂解价差下降，您认为我们将走向何方？

总体而言，我们继续看到强劲的轻质馏分油需求。在我们的系统中，我们看到汽油销售趋势与去年持平。我们系统的柴油销量实际上比去年增长了 2%。所以我认为，当我们查看所有数据时，我们预计汽油需求将与去年持平或略有上升。

汽车出行数据较为健康，意味着汽油需求也将攀升。一些货运指数似乎正在好转，表明我们可能开始看到需求好转。我们认为航空煤油需求也将同比增长。

我们认为这与你所看到裂差走弱不同。在俄罗斯发生的无人机袭击，柴油裂差走强，但是在供应链上有一个滞后，现货市场并没有真正看到柴油市场的中断。事实上，无人机袭击后俄罗斯的出口实际上有所增加。现在，我们终于到了俄罗斯出口开始下降的地步。但市场似乎对此不屑一顾。

我们想指出的两点是柴油太弱，已经导致欧洲的加氢裂化装置利润为负，新加坡的裂化利润为负。除非需求方面发生了一些我们没有看到的重大变化，否则我们需要这两类炼厂的产能维持运营。这意味着从现在开始，利润率将不得不变得更高。

2、石脑油裂解价差也开始走弱，这对辛烷值的经济性意味着什么？考虑到一些新的炼油能力可能会增加更多的石脑油供应，这对石脑油换变为汽油会有什么影响？

如果我们要看到石脑油价格或石脑油相对于汽油的贴水有实质性变化，必须看到化工对石脑油的需求有增长。石脑油价格又跟随原油价格波动，因为原油绝对值比较高，很难看到石脑油作为化工原料的竞争性提升。所以当前情况下，石脑油最好的去处仍是回归汽油，做提升汽油辛烷值的原料。

3、TMX 即将运行，此前出口到美湾的重油将改变流向，你们怎么看待原油市场的价格或者价差？

一季度我们看到原油价差走扩了一些，这也是我们此前预估的。这主要由美湾地区规模较大的检修所驱动。需求下降了一点，所以价差变大了。(TMX 的扩建将导致更多的加拿大



原油运送至美国西海岸，这些原油本来大部分都运输到美国中西部和墨西哥湾沿岸的。)

但我们认为，在欧佩克的产量回归市场之前，今年大部分时间，价差将相对较小。至少咨询公司的供需平衡表明，今年第三季度或第四季度，欧佩克的产量将开始回升。我可以告诉你们，我们在原料供应方面没有任何问题。只是我们想要合适的价差。

4、去年的这个时候，汽油裂解价差高于柴油裂解价差，现在又出现了同样的季节性模式。但是，与过去几年所做的事情相比，您是否有任何理由倾向于选择最大化汽油产量而不是最大化柴油产量或混合型前景？

不，我们认为这很大程度上是由中间原料的可用性驱动的，这个中间原料就是 VGO。在一个紧张的 VGO 市场，然后你被迫更多地在汽油或柴油之间摇摆。到目前为止，VGO 的可用性还不错。我们已经能够填满所有的转换单位，但我们还得看看进展如何。

5、我们近期看到一些关于 Dangote 炼厂的报道，该炼厂运行的并不顺利，一套装置听说没有足够的氢气，另一套据说没有 FCC 装置，所以 Dangote 很可能不会向市场提供产品，甚至可能在 2024 年都做不到。但我的想法是，即使他们在 2025 年开始向市场提供产品，这是你们所知道的最后两套装置吗？或者在这之后会有一个大的投产周期。所以我试图理解这一点，即使这两套装置上线，它们也不会真正改变全球供应动态。因此，在此之后，我们可以再次看到市场收紧。请问贵司如何看着一点？

我们看到的和你描述的完全一样。今年是新增产能达到峰值的一年。然后从今年开始，你会发现全球石油需求大大超过了新的炼油能力的增加。我们看到未来多年的偏紧态势。

6、我们经常看到大的炼化项目被推迟，成本超支。贵司有一个独特的地方，你们的项目被公布了，而实际的开始日期却在不断向前推进，这对全球炼油业来说绝对是独一无二的。我们想弄明白，你们是怎么做到的？我希望我得到的答案不仅仅是，我们有最好的人才，因为我们因为我们已经知道了这一点。所以请帮助我们理解，你是如何推进你的项目的？

我想说的是，我们的企业文化造就了这一点。我们的文化非常注重严格的纪律、高度的责任和团队合作。我们确保让合适的人担任合适的工作，并让他们承担责任。确保他们是一



—当我说合适的人，他们必须是这样的人，首先，有能力，其次，他们愿意与其他团队成员合作，这些成员不一定是他们的下属，也不一定与他们关系相近，最终，大家都为 Valero 工作。

我们的高层管理人员有很高的可见度，因为我们是一个相当扁平的组织。所以我们都知道项目的现状。我们都知道我们在开发周期中的位置以及项目开始后的位置。

我的意思是，这最终是关于协调、能力和责任的。这才是真正的秘诀。你只需要执行。

7、TMX 管道的运营对炼厂的影响有多大？因为 TMX 的开通，一些以中质原油为原料的炼厂将加工更多的轻质、低硫原油。这也是全球炼厂系统正在面临的一种情景，即将要被迫加工更多的轻质原油，而大部分炼厂的目标产品并不是轻质原油。您认为这对全球炼油业将有什么样的影响？对全球炼厂的开工有什么影响？

TMX 并没有很大的影响力，他只是平衡了一些供应。一些来自南美的重质原油曾经供应到西海岸，未来将更多的去往远东，而更多的 TMX 原油将运往西海岸。

所以在全球范围内，TMX 并没有那么大的影响。我们也确实看到，我们有承接加拿大西部原油生产的物流能力。这可能会导致一些大陆中部炼油商的转变，他们会放弃一些重质石油，转而使用更轻的石油。当然在墨西哥湾沿岸，当我们尝试更轻的原油作为原料时，它将导致较低的总体利用率，因为我们达到了原油装置的轻端限制。

全球原油的总体供应是越来越轻了，预估原油的平均比重可能上升了 1.5，这当然会降低炼厂的开工率，因为大部分新炼厂的设计原料都是中质、重质含硫原油。

8、春季 Valero 和其他炼厂在今年春季检修规模较大，是不是秋季检修规模就会比较小？

第一季度我们有一个非常大的检修量，尤其是美湾地区的炼厂开工非常低。展望未来，正如你所知，我们的系统中总是有不同程度的检修活动，第一季度往往是规模最大的时期。一年中的其他时期会比较轻。这是我们从利润角度所出发的。在一年中的一些特定时期，例如假期，我们也倾向于不在此期间进行检修。

通常第四季度将更多地处于典型的检修期，但现在下结论还为时过早。从现在到秋季，很多事情都会发生变化。我们看看结果如何。

9、过去几周亚洲的炼厂毛利下滑，您认为当前已经接近底部了吗？中国出口过去几个月也有增长，这将会如何影响美国炼厂毛利？

当我们看到新加坡裂解毛利跌到负值，欧洲加氢型炼厂的毛利跌至负值时，这通常意味着市场已经见底了。我们需要提升开工率了，因为接下去就会看到毛利的逐步抬升。

10、TMX 开始开通，这就带来了 WCS，它主要是人造重油，这种油会分馏出很重的馏分，以及很多的轻馏分，但是金属含量很低。当这种情况发生时，并且价格合适时，你们的系统能否切换到使用一些 WCS 和一些轻质油？同时整个炼油系统，能否用 WCS 替换掉拉美或中东的重质原油？

我认为我们预期的是，西海岸有很多焦化能力，我将以我们的 Benicia 炼油厂为例。Benicia 确实是为运行 ANS（阿拉斯加北坡原油）而设计的。我们认为从 TMX 出来的原油，无论是重的还是轻的，你都可以将它们混合在一起，形成看起来很像 ANS 的东西。我们预计大多数西海岸炼油厂将会做类似的事情。

11、请问贵司在墨西哥市场的成品油销售情况如何？

我们在墨西哥的成品油销售与历史上相差无几。我们每天销售 10 万桶/日的成品油。我们预估墨西哥的需求维持强劲态势。后期随着我们 Altamira 的海上码头开始运营，我们会提升在墨西哥北部的销售成品油的竞争里，我们的出口数量也将增长。

当前，我们每天出口到墨西哥的汽油为 10.3 万桶/日，出口的柴油为 15.3 万桶/日，出口的航空煤油为 2.5 万桶/日。柴油的出口量在一季度同比和环比都出现了下降，这更多的是因为我们的加工量因较大规模的检修，而出现下滑，并非是需求变化。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：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內容。版权所有，违者必究。