

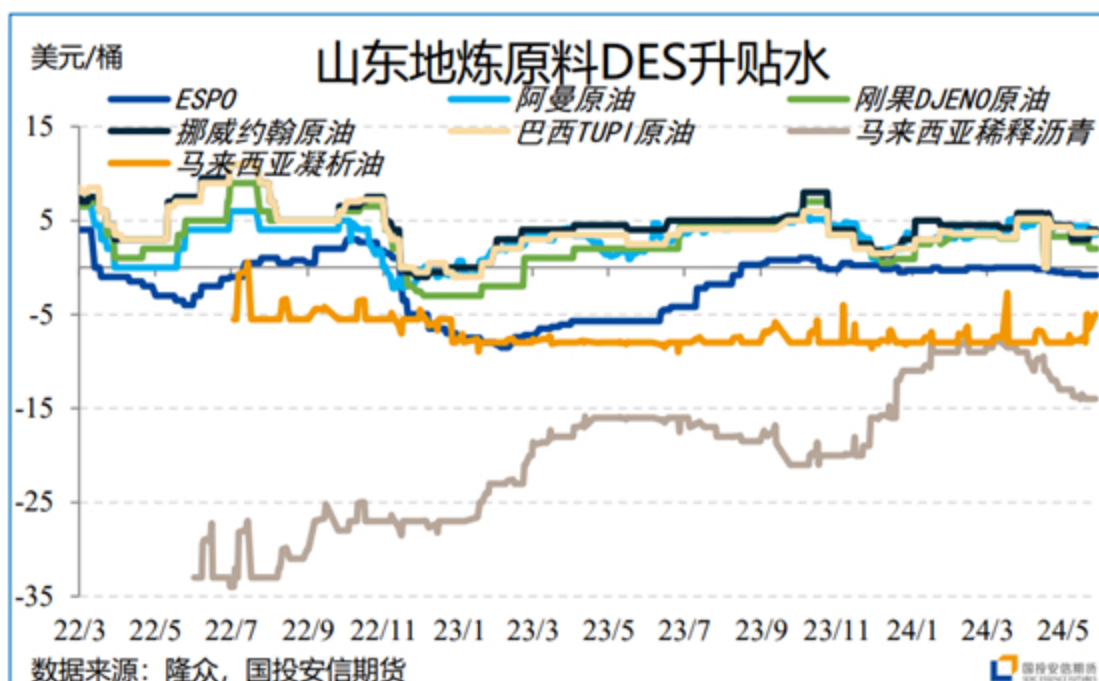
山东地区原油&沥青市场调研：需求疲弱，静待转机

国投安信|能源调研社

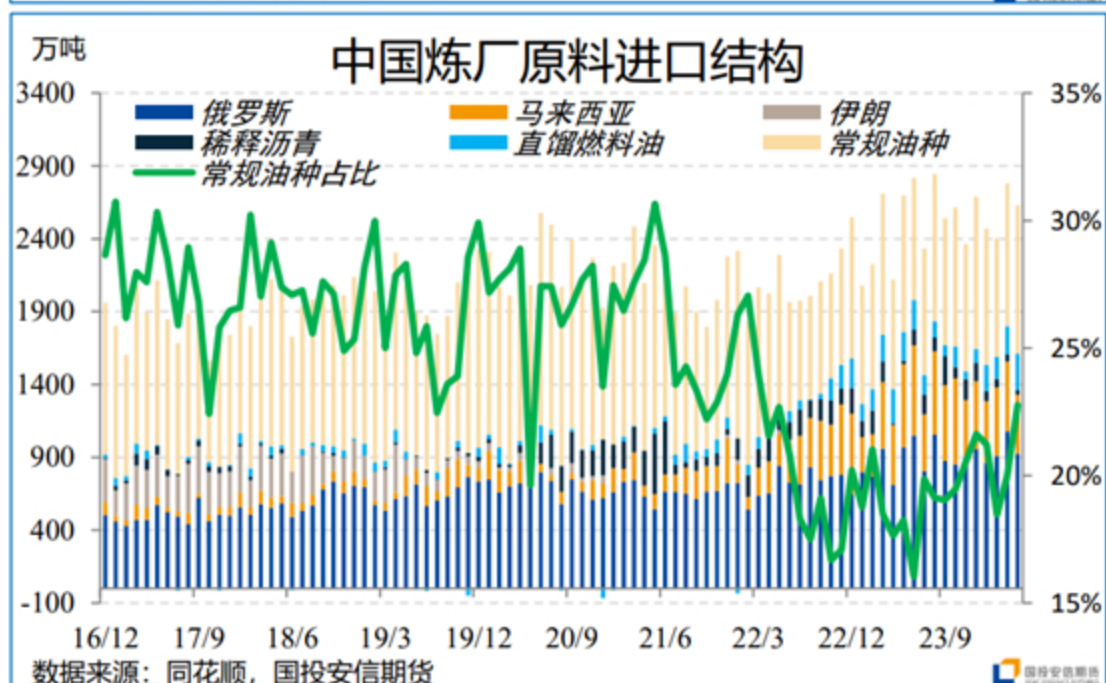
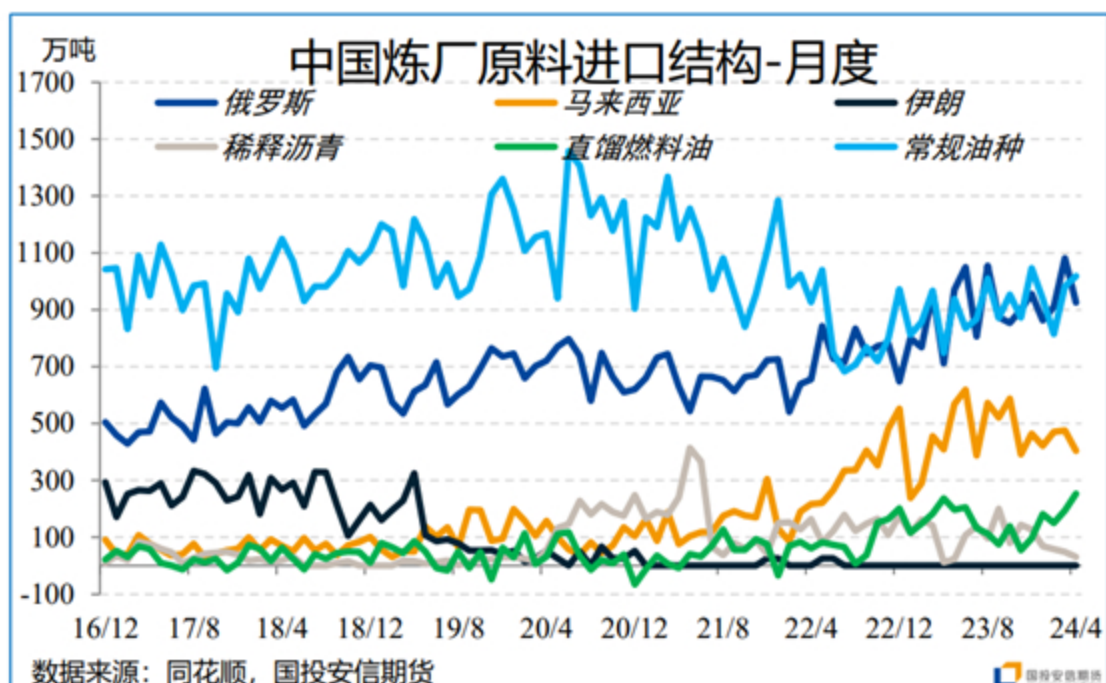
年初以来国内地方炼厂的炼化利润及开工率持续偏弱运行，下游汽油、柴油、沥青等产品需求体感不佳，中国市场已成为全球原油市场对需求端的主要担优点。为了解地方炼厂原料的最新价差变化、炼化需求的潜在提升契机，以及汽油、柴油、沥青等下游产品的需求痛点，6月4日-7日我们赴山东省济南、滨州、东营、潍坊、青岛5市开展了原油及沥青市场调研，先后走访了4家地方炼厂、2家原油贸易商、2家沥青贸易商共8家企业，主要收获如下。

一、原料市场的价差变化

2022年以来山东地炼的采购油种发生较大变化，ESPO、稀释沥青、马来西亚凝析油三种折价原料已成为炼厂的重要选择。去年年中以来，三种原料在山东港口的DES升贴水强弱关系发生了新的变化，一方面主营炼厂加大了对俄油的采购力度，导致ESPO自去年2月最高贴水布伦特8.5美元/桶转变为9月后基本平水；另一方面，去年10月18日美国财政部颁布了为期6个月的暂时取消委内瑞拉石油出口制裁的措施，委内瑞拉原油及稀释沥青一度自受制裁油种豁免为正常贸易油种，带动稀释沥青贴水自去年四季度的20美元/桶左右缩窄至今年年初的8美元/桶左右。在两种竞争性折价原料的升贴水纷纷走强的背景下，马来西亚凝析油的折价也出现显著缩窄，山东地炼的折价原料优势明显弱化。去年同期马来西亚凝析油贴水一度达14美元/桶，部分重质原油与凝析油的混合原料为竞争炼厂招标甚至贴水18美元/桶，据悉去年上游供应一度因折价过低发生供货违约行为，货源方规范报价并拓展下游流向后折价明显缩窄，如部分民营大炼化亦开始加工马来西亚凝析油，目前其贴水已恢复至5美元/桶左右，重质原料的贴水为8-9美元/桶。



值得注意的是，去年四季度以来国内炼厂的进口原料数量亦发生了此消彼长的变化。今年1-4月我国稀释沥青进口量的月均值较去年四季度下降65.8万吨（56.1%），一方面制裁豁免期更多的委内瑞拉货源流向欧美、印度且DES升贴水走强，另一方面沥青型炼厂在加工利润不佳时优先使用配额进口规避消费税、关税。与之相对应，作为无配额炼厂替代原料选择的直馏燃料油进口则大幅增长98万吨，较去年四季度进口量基本翻倍。受马来西亚凝析油折价优势减弱、地缘风险升温后供应稳定性下降的影响，去年11月以来该油种的月均进口量已较6-10月高位下降99万吨（18.4%），与此对应俄油及其他常规油种的进口量有所抬升。总体来看，随着折价原料价格优势的弱化，来自巴西、阿曼、安哥拉等地的常规原油在进口总量中占比已自去年年中低位16%左右恢复至今年4月的23%，但较2022年前27%左右的常态化水平仍有较大差距，特别是对于山东地炼主体而言三种折价原料仍是主要选择。



年初商务部已全额下发2024年度的原油非国营贸易进口配额18369万吨，较2023年的实际下发量（不含增发2000万吨）微降25万吨（0.1%）。除暂未投产的裕龙石化暂时取消去年下发的30万吨进口配额外山东地炼及民营大炼化的进口配额并未调整。从进口配额的使用情况来看，1-5月中国原油进口量同比下降118.1万吨（0.4%），考虑到主营炼厂的同比加工增量后山东地炼的原料进口量明显弱于去年同期，因此相对一次性足额下发的进口配额而言指标相对充裕。考虑到年内山东地炼大概率仍将完成进口配额的使用，在原油低价、加工利润有所修复后进口节奏或将相应加快。此外，东营港25万吨级单点系泊项目预计2025年投运，届时东营地区炼厂通过VLCC进口原油将更为便捷，较目前青岛落地节约1-2美元/桶的管输费。

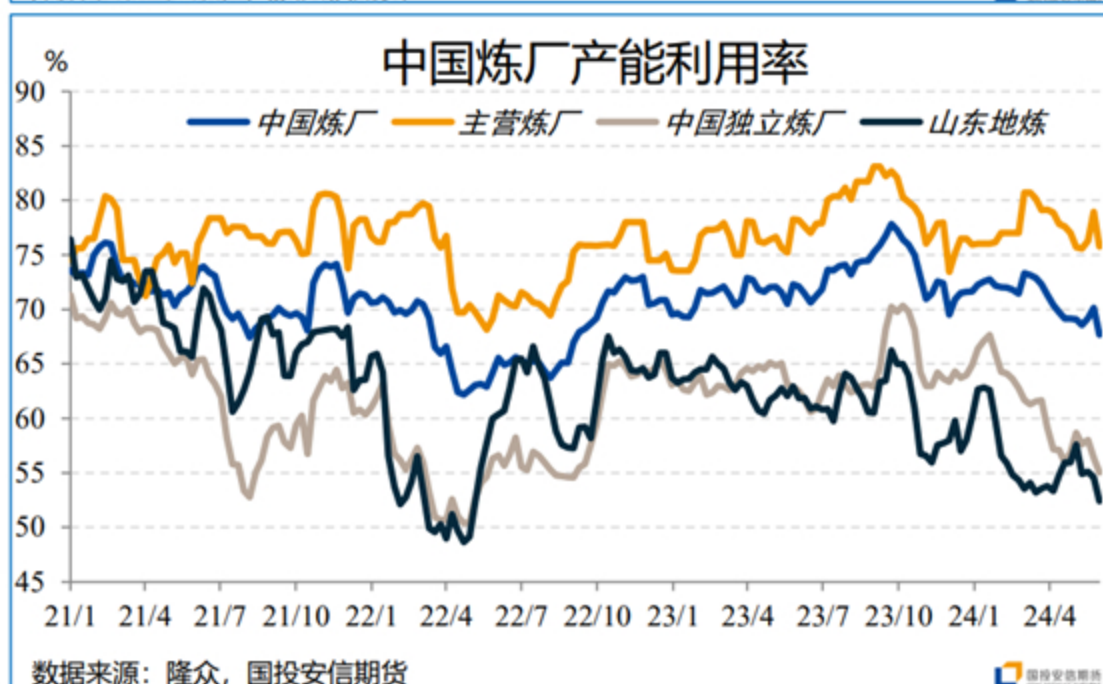
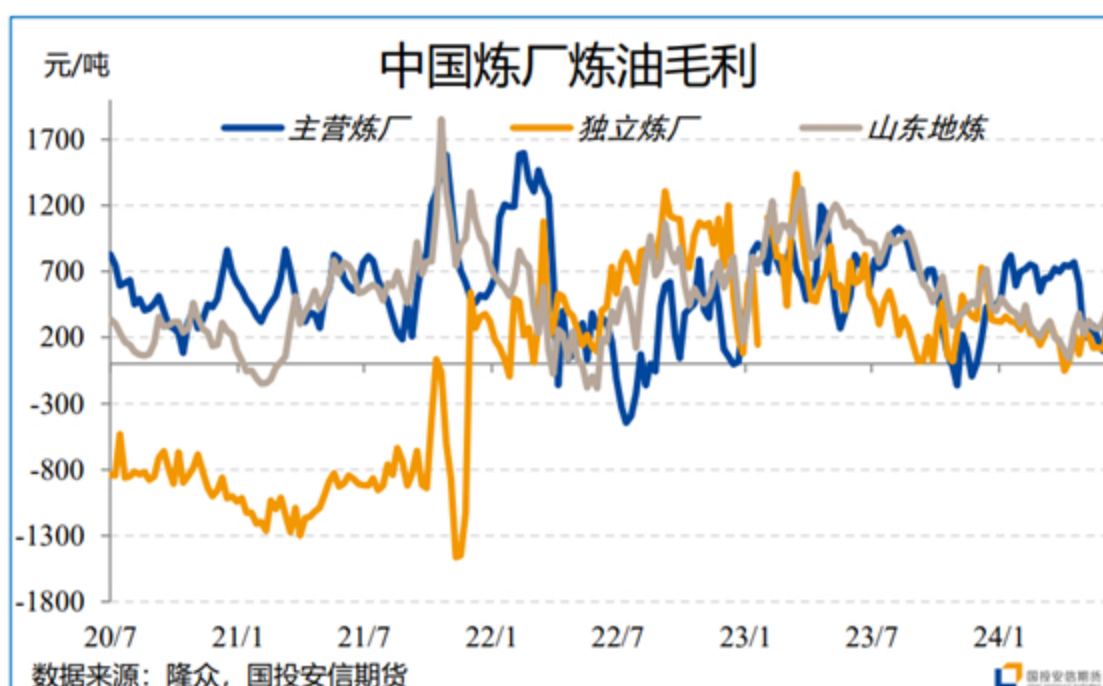
具体到燃料油方面，本次调研炼厂均具有原油进口配额，普遍表示当前进口燃料油价格作为原料并不具备经济性，今年尚未进口直馏燃料油。但对于整个山东地炼市场而言配额仍显稀缺，且沥青加工利润承压，导致配额不足的炼厂上半年燃料油进口量同比明显增加。炼厂普遍认为国内直馏燃料油加工需求对上期所燃料油、新加坡380燃料油价格具有间接的拉动作用，但由于船用燃料油一般不可直接用于深加工，地方炼厂利用燃料油期货进行套期保值的场景较为有限。但对于部分贸易商及具备期现部门的炼厂，对燃料油期货相关的跨品种套利策略较为关注，交流中普遍认为当前高硫燃料油的供应偏紧短期不易逆转，除了国际市场重油偏紧的大背景下，高硫加注需求亦较有韧性，与沥青相比，燃料油更宜作为多配品种。

展望后市，调研对象表示地方炼厂的原料选择仍将以三种折价油种为主，在马来西亚凝析油与ESPO贴水相差4-5美元/桶及以下时更倾向于采购俄油，目前来看这两种原料的升贴水大概率维持稳态。稀释沥青方面，6月1日起美国对委内瑞拉货源的制裁重新开启，但同时对雪佛龙等企业保留特别授权，因此后期中国稀释沥青的到岸量会有所恢复但幅度有限，预计稀释沥青升贴水较难回归去年低位水平。

二、炼化利润及开工节奏

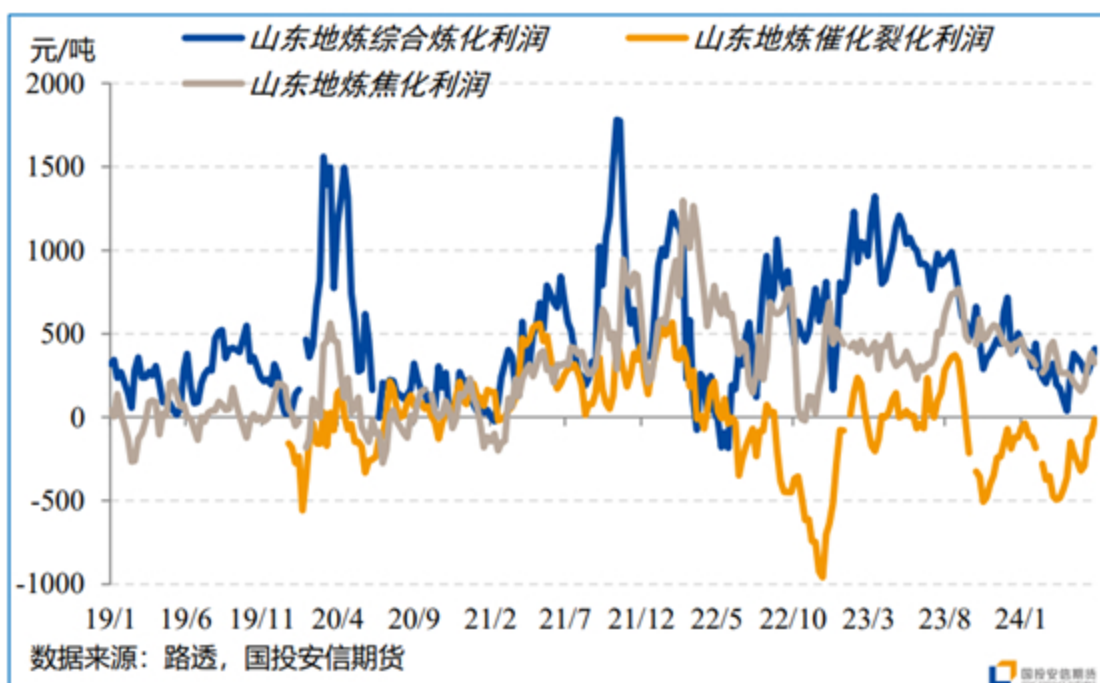
受去年下半年起折价原料的价格优势陆续转差影响，山东地炼的综合炼化利润持续走弱，据隆众测算吨油炼化利润自去年最高的1300元/吨左右降至今年4月初原油价格高位时基本盈亏平衡。调研炼厂亦普遍表示上半年炼化利润较差、远弱于去年同期水平，部分炼厂已在盈亏平衡附近挣扎、以维持基本运营为主。与此同时，主营炼厂加大对俄油的采购后利润优势较地炼凸显，今年1-4月在保生产要求下平均开工率77.8%较去年同期高1.9%，在下游成品油市场需求偏弱的背景下主营的高开工率对地炼炼化需求构成挤压，年初以来山东地炼平均开工率56.2%同比下降6.9%，调研炼厂亦多数表示在前几个月出现了降负荷的操作。

从后期加工节奏来看，调研期间正处布伦特低于80美元/桶的低位区间，地炼企业点价力度有所加大、炼化利润有所恢复，特别是在6月主营炼厂计划加工减量的背景下后续地炼开工率存在好转预期；但部分地炼企业已在低利润期间提前制定检修计划，且炼化利润好转传导至开工率仍需时间，短期内国内原油加工需求或仍处偏弱水平，后续实质性好转的时间取决于炼油利润好转的持续性。



就具体的生产装置而言，年内二次装置的加工利润好于常减压，因此炼厂也会将ESPO、马来西亚凝析油、燃料油等原料直接投入催化裂化、焦化装置生产。从检修节奏来看，主营炼厂的检修周期一般为2-3年，地炼的检修周期一般为4-5年，因此一般情况下地炼更倾向于满负荷生产，检修节点多选择利润不佳时。

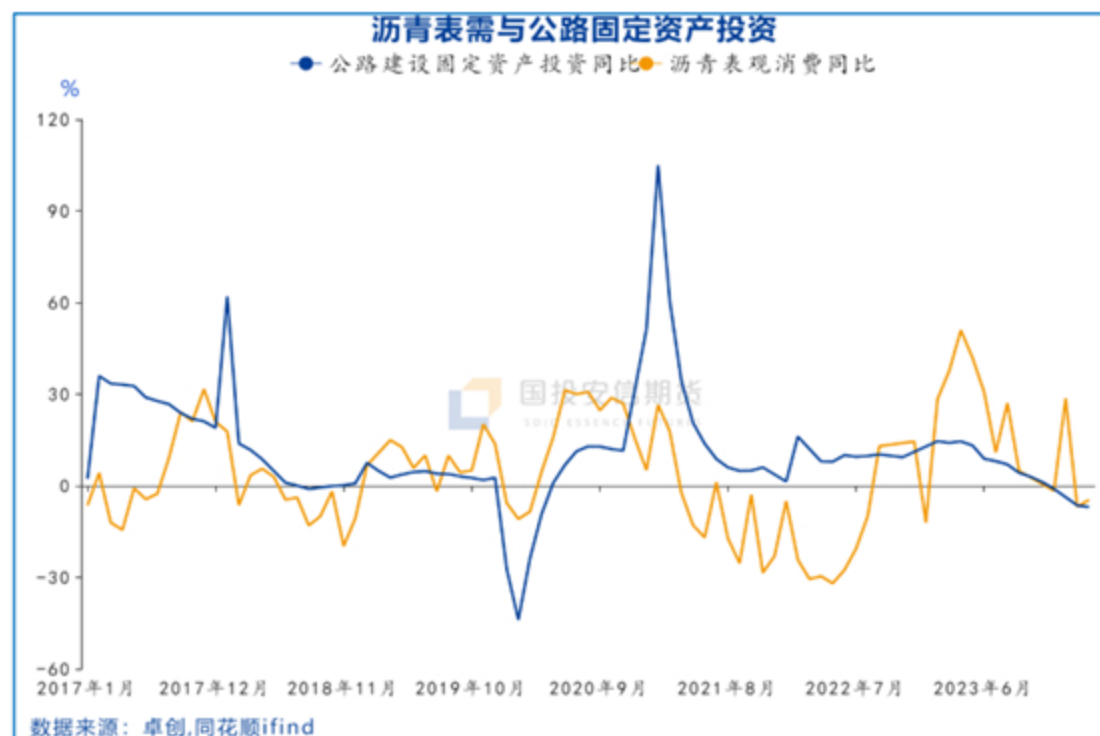
从下游产品的出率来看，沥青型炼厂的加工原料相对重质，沥青出率在50-60%，不同原料沥青出率由高到低依次为马瑞油、稀释沥青、燃料油；剩余柴油出率25%左右、汽油出率8%左右。



三、下游炼化产品

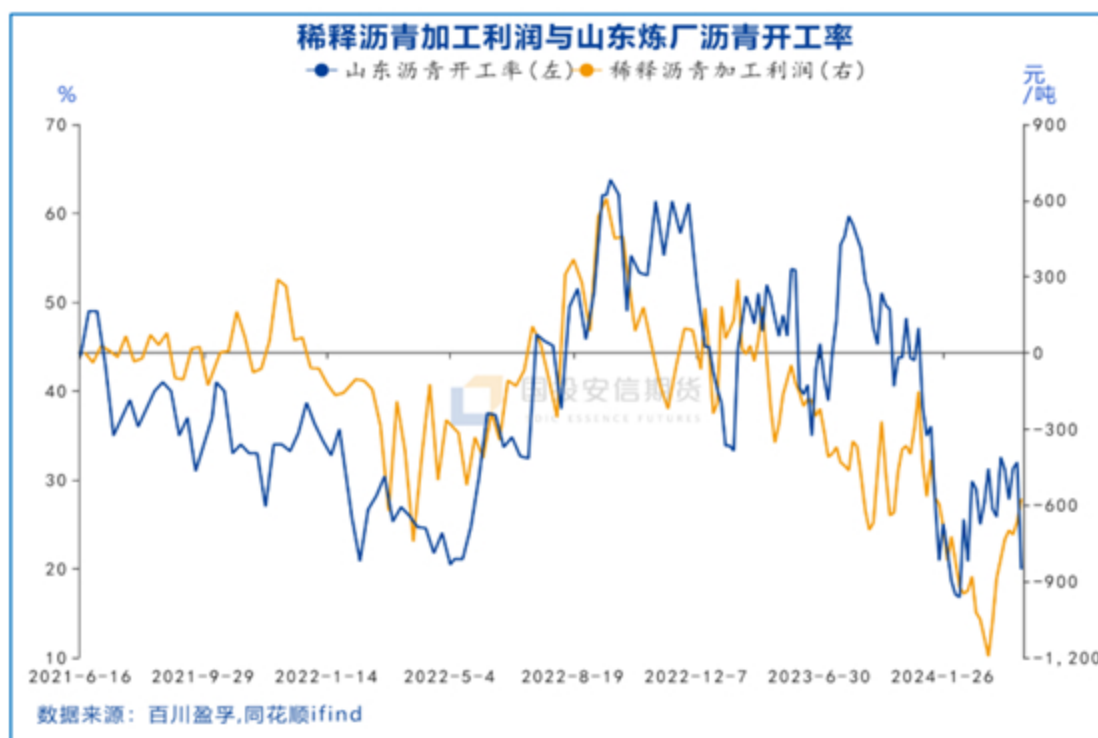
【沥青】

需求方面，市场对上半年需求很差具有共识，对下半年需求预期普遍悲观，但有少数企业认为下半年需求可能有所回暖。具体来看，当前需求较差主要源于终端项目资金压力大，存在项目方去年垫资还没收回的情况，财政压力大的同时，道路施工在基建计划中的占比也有所减少，下半年基建预计仍难大规模传导至道路项目上来，这是看弱需求的主要逻辑。分区域来看，有企业认为山东省内项目尤其是高速公路项目需求仍有韧性，但省外需求较差，也有企业基于发货量角度认为西北地区需求尚可。



此外，看好下半年需求的观点主要是认为需求后置而不是消失。由于道路项目建设周期较长，一般为1至3年，也有观点认为当前的资金紧缺主要影响此后两年的沥青需求，而今年的沥青需求总量受影响的程度并不大，只是时间推后了。在天气配合的情况下，下半年可能在建军节、国庆节等重要时点前有更多的收尾项目出现，加之目前虽然下游接货意愿差，但低价货仍有需求。

防水市场方面，有观点认为房企资金压力较大的情况下，防水工程造价可能会被压低，但由于对沥青价格的议价能力较为有限，可能存在压缩用量的情况，这也会使得防水沥青的需求减少，加剧了沥青需求的压力。



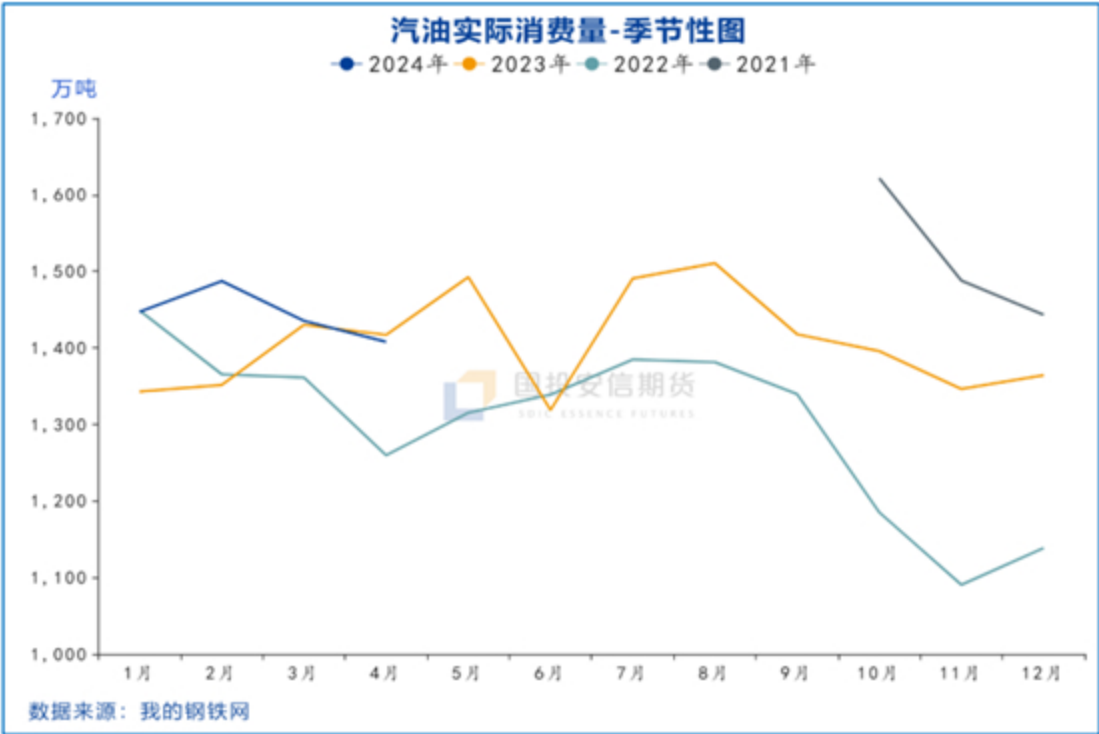
供应方面，马瑞原油及稀释沥青仍是山东市场生产沥青的主要原料，今年上半年山东沥青开工率持续偏低，一方面因委内瑞拉资源流向欧美等地同比增加，稀释沥青升贴水较去年下半年已大幅走高，另一方面沥青需求极弱，柴油利润亦偏低，沥青型炼厂综合加工利润承压。对于具体炼厂来说，调研对象中具有原油进口配额的炼厂加工马瑞原油仍有利润，上半年存在阶段性转产焦化料的情况，沥青产量同比有一定降幅，但一次加工量相对稳定。此外，有观点认为，5月原油价格高位回落后，山东地区加工稀释沥青的炼厂亦可能存在盈利空间，低毛利对产量的挤出还不够，这也使得后期基本面对前景仍不乐观。原料方面，委内资源价格后期不确定性较大，市场对4月美国重启对委制裁的担忧程度较此前降低，稀释沥青升贴水在近一个月的持续回落后近期有所反弹，有观点认为欧洲国家亦可能获得不同程度的豁免，委内资源流向中国量可能仍难以恢复至此前高点，关注后续进展。

价格方面，3400元/吨的冬储价加上仓储及资金成本后已在3600元/吨左右，对现货价格存在一定的支撑指引作用，原油的止跌反弹降低了现货跌破冬储价格的风险。但当前社会库存极高，有贸易商认为实际库存量及库存趋势比资讯商数据更为悲观，高库存与低估值是基本面的显著特征，目前看不到转机的迹象。今年沥青波动明显放缓，期现套利机会减少，方向主要依靠原油指引且波幅明显小于原油，后期破局的可能一方面源于需求的超预期表现，另一方面则源于低利润对开工率的进一步挤压，否则震荡态势难有改观。

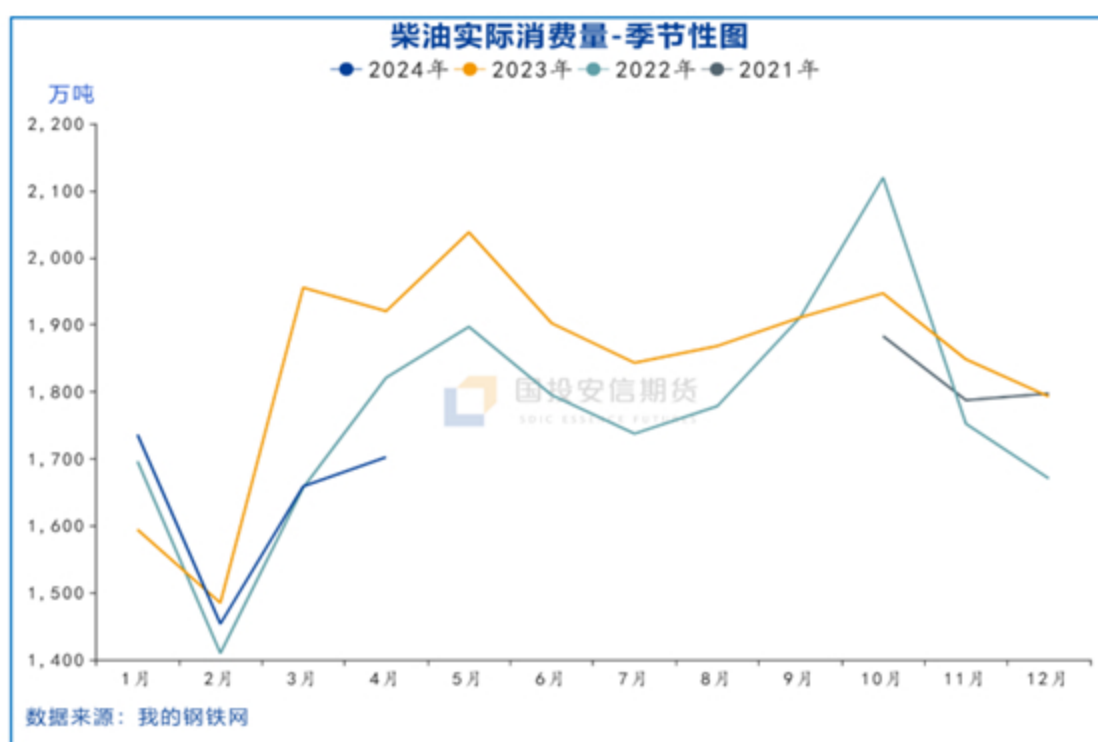
【汽柴油】

上半年汽柴油毛利同比明显走弱，导致综合炼油利润偏差。炼厂普遍反映成品油销售端也感受到了需求的疲软，但汽油消费相对刚性，柴油需求的走弱更为明显一些，这与汽柴油表观消费及资讯机构发布的消费量趋势有所吻合。

汽油方面，近两年调研中炼厂均对新能源车的替代表示担忧，除了新能源车渗透率与保有量的增加外，由于运营及通勤车辆中新能源车型占比偏高，实际消费替代率远超保有量的替代率，国内汽油消费处于峰值附近。部分地方炼厂存在MTBE等调油料的出口，此前两年海外汽油价格高企，出口利润较好，今年海外汽油的走弱使得MTBE出口转为内销，这也从另一个角度加剧了国内市场的压力。此外，对于汽油调油料，炼厂方面认为烷基化油征收消费税一年以来，对各调和组分的影响并未显现，调和料市场相对稳定。



柴油方面，除了经济增速承压带来的工业、物流需求疲软外，天然气重卡的高歌猛进成为市场的另一关注点，去年以来，天然气价格下行使得油气价差拉宽，今年1至5月燃气重卡销量同比增幅100%以上，销量渗透率高达40%以上，存量燃气重卡对柴油的累计替代预计每月已达100万吨。目前贸易商对柴油旺季前的备货热情不及去年，但炼厂库存水平亦不高，5月炼厂开工率低位对柴油毛利形成一定支撑，但在终端需求承压的背景下对上涨的延续性仍存疑。



高明宇 首席分析师

F0302201 Z0012038

李云旭 高级分析师

F3063210 Z0014563

免责声明

国投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。