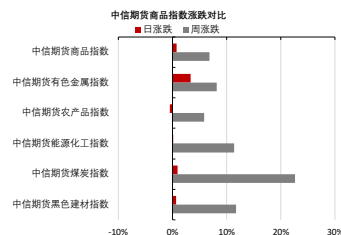


中国进口大幅回落，原油加工降至低位

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

目前全球经济结构中供应问题普遍明显。能源类商品如天然气短缺蔓延至电力、煤炭、石油等供应全面不及预期，推升上游输入成本；制造业供应延迟历史高位，推升下游物价涨幅，抑制经济增长动能。在总量需求放缓背景下，若供应偏紧格局持续，或可维持物价高位，直至需求坍塌。继续关注供应恢复节奏。



摘要：

原油：中国进口大幅回落，原油加工降至低位

逻辑：短期油价延续偏强。（一）重要事件：1. 中国原油需求回落：由于能耗双控及油价高位等影响，9月中国炼厂原油加工量5607万吨，同比下降2.6%，环比下降0.7%，是2020年4月以来的最低值。9月中国原油进口4105万吨，同比下降15.3%。2. 年度油价预期上调：EIA最新十月月报，预计2021/22年WTI年均价68.2/68.3美元/桶，较上月调整+2.7/+5.9美元/桶。年度去库预期上调，供应近端下调远端上调，需求近端上调远端下调。3. 美国通胀维持高位：九月美国消费者物价指数CPI同比增加5.4%，环比增加0.4%，高于预期的0.3%。原材料价格上涨、工资加速上行、供应和人工短缺共同推升产成品物价维持高位。九月美国新增非农就业人数19.4万人，远低于预期50万人，为年内最低水平。（二）市场分析：1. 需求总量承压，或存在结构性增量空间：前三季度因疫情复发导致需求持续不及预期。经济动能放缓、高价抑制效应、低碳化进程，化石能源总需求增量大概率继续衰竭。四季度可能存在由于天然气短缺，带来的结构性再分配不确定需求增量。2. 供应不及预期，政治博弈增加不确定性：前三季度供应低于预期贡献原油去库。四季度供应继续恢复：高价刺激美国加速复产；欧佩克按计划稳步增产。原油剩余产能历史高位；产量释放节奏需关注政治博弈。

策略建议：短期延续高位，中期压力增大

风险因素：地缘不确定性，货币政策变化

能源组研究团队

桂晨曦（原油）
021-60812997
guichenxi@citicsf.com
从业资格号：F3023159
投资咨询号：Z0013632

杨家明（燃料油、沥青）
021-80365287
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448



















品种	日观点	中线展望
原油	<p>观点：中国进口大幅回落，原油加工降至低位</p> <p>逻辑：短期油价延续偏强。（一）重要事件：1. 中国原油需求回落：由于能耗双控及油价高位等影响，9月中国炼厂原油加工量5607万吨，同比下降2.6%，环比下降0.7%，是2020年4月以来的最低值。9月中国原油进口4105万吨，同比下降15.3%。2. 年度油价预期上调：EIA最新十月月报，预计2021/22年WTI年均价68.2/68.3美元/桶，较上月调整+2.7/+5.9美元/桶。年度去库预期上调，供应近端下调远端上调，需求近端上调远端下调。3. 美国通胀维持高位：九月美国消费者物价指数CPI同比增加5.4%，环比增加0.4%，高于预期的0.3%。原材料价格上涨、工资加速上行、供应和人工短缺共同推升产成品物价维持高位。九月美国新增非农就业人数19.4万人，远低于预期50万人，为年内最低水平。（二）市场分析：1. 需求总量承压，或存在结构性增量空间：前三季度因疫情复发导致需求持续不及预期。经济动能放缓、高价抑制效应、低碳化进程，化石能源总需求增量大概率继续衰竭。四季度可能存在由于天然气短缺，带来的结构性再分配不确定需求增量。2. 供应不及预期，政治博弈增加不确定性：前三季度供应低于预期贡献原油去库。四季度供应继续恢复：高价刺激美国加速复产；欧佩克按计划稳步增产。原油剩余产能历史高位；产量释放节奏需关注政治博弈。3. 短期情绪偏强：目前全球经济结构中供应问题普遍明显。能源类商品如天然气短缺蔓延至电力、煤炭、石油等供应全面不及预期，推升上游输入成本；制造业供应延迟历史高位，推升下游物价涨幅，抑制经济增长动能。在总量需求放缓背景下，若供应偏紧格局持续，或可维持物价高位，直至需求坍塌。继续关注供应恢复节奏。</p> <p>策略建议：短期偏强，中期承压</p> <p>风险因素：地缘不确定性，货币政策变化</p>	震荡
沥青	<p>观点：仓单大幅注销，沥青裂解价差持续走弱</p> <p>（1）10月18日，Bu主力收于3234元/吨，仓单减少31000吨至220020吨，当日现货华东、东北和山东沥青现货3525，3550，3120元/吨（0，-25，-25）。</p> <p>（2）10月13日，隆众显示沥青炼厂整体开工率42.9%（环比-2.9%，同比-13%），炼厂库存111.9万吨（环比-1%，同比+59%），社会库存76.44万吨（环比-3%，同比+3%）。</p> <p>逻辑：九月沥青产量大降，但需求仍较差。轻质化向重质化过渡继续，沥青裂解价差承压，随着欧佩克原油稳步增产、美国原油产量增速较慢，轻质化趋势将逐步转向重质化，施压迪拜-布伦特价差，沥青裂解价差承压。国内沥青库存持续高位、炼厂利润持续负值，待沥青需求启动，库存有望去化，但炼厂开工触底反弹，供应端支撑减弱，需求弱势或仍将持续限制沥青。</p> <p>操作策略：多沥青2112-燃油2201</p> <p>风险因素：下行风险：沥青需求不及预期</p>	震荡
燃料油（FU）	<p>观点：380贴水持续回落，九月高硫燃油销量持续回落</p> <p>（1）10月18日，Fu主力收于3231元/吨，当日仓单8320吨。</p> <p>（2）10月15日，舟山船燃价格568美元/吨，10月15日新加坡高硫380贴水7.31美元/吨。</p> <p>逻辑：天然气价格回落，新加坡380贴水、月差当周持续回落。欧佩克原油增产重质化趋势确定，俄罗斯炼厂开工提升，美国重瓦斯油需求将替代逐步替代渣油，高硫燃油炼厂进料需求将逐步走弱、船用需求走弱高硫燃油裂解价差下行趋势确立。前期天然气价格大涨之后高硫燃油发电经济性凸显，带动高硫燃油裂解价差走强，随着天然气价格逐步回落，高硫燃油的需求替代预期逐步回落。</p> <p>操作策略：多沥青2112-燃油2201</p> <p>风险因素：下行风险：沥青需求不及预期</p>	震荡
低硫燃料油（LU）	<p>观点：柴油裂解价差走强持续带动低硫燃油</p> <p>（1）10月18日，Lu主力收于3998元/吨，仓单31970吨。</p> <p>（2）10月15日，舟山VLSFO价格625美元/吨。</p> <p>逻辑：三地燃油库存近期环比提升。中国集装箱出口指数高位震荡但有走弱趋势，干散货指数高位回落，船用加注需求触顶回落。国内非标油品进口大降，汽柴油裂解价差持续走强，带动低硫燃油裂解价差走强，但航煤供应向低硫燃油转化驱动低硫燃油供应不断提升，供大于求或驱动国内低硫燃油累库存。近期冷冬预期驱动天然气持续走强，柴油、高硫燃油受需求替代预期驱动其裂解价差走强，但天然气价格回落或导致该预期逐步回落。</p> <p>操作策略：无</p> <p>风险因素：上行风险：原油大幅上涨，下行风险：高硫燃油需求超预期</p>	震荡

<p>LPG</p>	<p>观点：国际油价大涨、外盘丙烷企稳回升，LPG 期价震荡上行</p> <p>(1) 10月18日，PG2111 合约收盘价为 6527 元/吨，较上一交易日收盘价上涨 102 元/吨。以 LPG 广东交割现货指导价为参考，基差-277 元/吨，以华东金陵石化价格为参考，基差至-367 元/吨，以山东京博石化价格为参考，基差至-467 元/吨。</p> <p>(2) 10月18日，华南地区出厂价 6100-6400 元/吨。华东地区出厂价 6000-6300 元/吨。山东现货报价 6000-6100 元/吨。</p> <p>(3) 9月30日，沙特阿美公司 10月 CP 公布，丙丁烷均有明显上调。丙烷为 800 美元/吨，较上月上调 135 美元/吨；丁烷 795 美元/吨，较上月上调 130 美元/吨。</p> <p>(4) 10月18日，华南 11 月到岸成本预估：华南进口丙烷到货成本为 6287 元/吨，涨 139 元/吨，丁烷到货成本为 6146 元/吨，涨 140 元/吨。</p> <p>(5) 10月18日，仓单量总计 7440 手，青岛运达厂库新增 50 手仓单。</p> <p>逻辑：北溪 2 号第一条管道开始注气，天然气价格冲高回落后目前仍处绝对高位，对于 LPG 支撑仍在。国际油价大幅上涨，外盘价格气温回升，高进口成本对盘面支撑作用较强。在供应稳定需求修复的背景下，本周国内现货价格继续小幅上扬。虽然原料成本端的压力依然存在，近期能耗双控推动丙烯价格向上，近期下游 PP 价格抬升使得利润边际改善。随着万华、华泓、卫星等多个装置结束检修，PDH 开工率已经反弹至 86%左右。全球供应延续偏紧，冷冬预期增加，全球天然气、液化气库存始终处于相对低位，在国产气供应平稳，PDH 盈利修复背景下，国内现货或跟随国际市场，增加进口气边际定价能力。</p> <p>操作策略：回调后关注中线逢低多旺季合约机会</p> <p>风险因素：原油、天然气价格大跌</p>	<p>震荡</p>
------------	--	-----------

二、品种数据监测

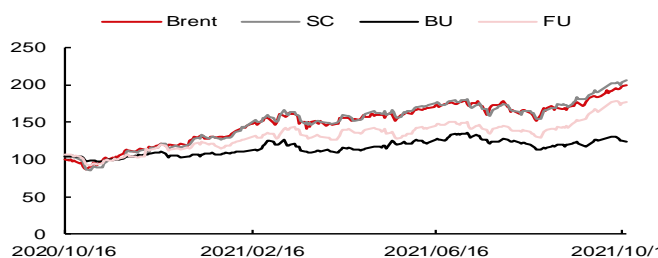
1. 原油

图表 1：原油期价跟踪

价格	ICE Brent	Nymex WTI	DME Oman	INE SC	SHFE BU	SHFE FU
现值	84.86	82.28	83.15	530.50	3342	3196
日变化	0.86	0.97	0.93	7.00	6	45
日涨幅	1.02%	1.19%	1.13%	1.34%	0.18%	1.43%
月走势						
月差	Brent 1-6	WTI 1-6	RBOB-WTI	ULSD-WTI	RBOB-ULSD	Nymex 321
现值	3.85	3.93	21.56	25.44	-8.73	22.85
日变化	0.28	0.45	0.62	-0.95	3.91	0.10
月走势						
内盘	SC/Brent	SC/FX-Freight-Brent	RMB/USD	Freight	BU/SC	FU/SC
现值	6.25	-3.57	-2.47	1.11	6.30	6.02
日变化	0.06	-0.06	-0.49	0.81	-2.96	-0.06
月走势						

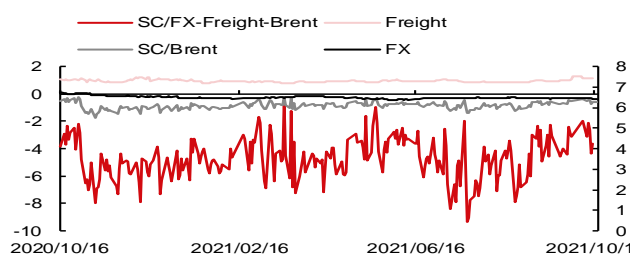
资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表 2：能源期货价格涨跌幅 单位：%



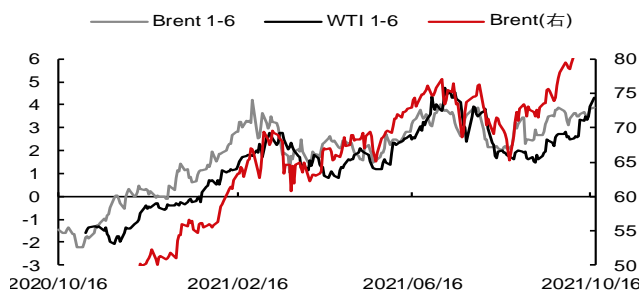
资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表 3：内外盘原油价差比较 单位：美元/桶



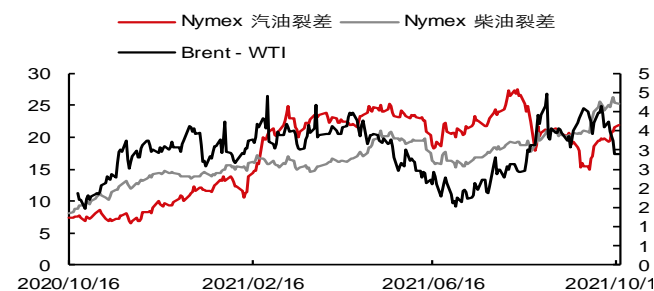
资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表 4：原油期货月差走势 单位：美元/桶



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表 5：跨区价差及裂解价差 单位：美元/桶



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

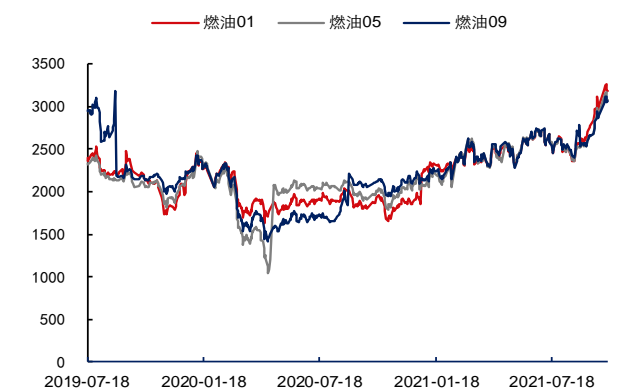
2. 燃料油

图表 6：燃料油价格跟踪

一级指标	二级指标		最新值	变化值	二级指标	最新值	变化值	
燃料油 元/吨	现货	舟山现货	3614	-18	舟山基差	434	-12	
		新加坡现货	3200	-3	沥青-燃料油	111	-59	
	期价	1	3180	-6	月差	1-5	104	-1
		5	3076	-5		5-9	19	-19
		9	3057	14		9-1	-123	20
		主力	3217		燃料油-SC（元/桶）	-23	3	

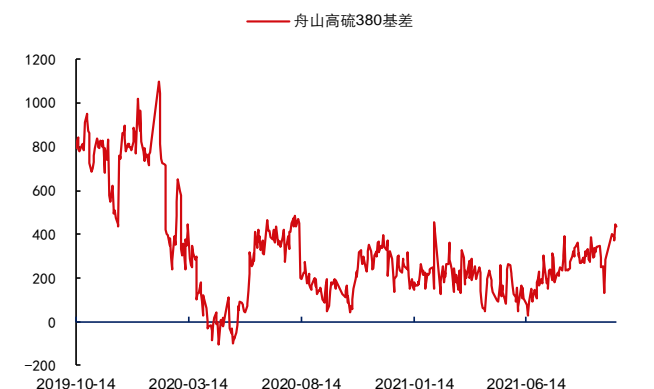
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 7：燃料油活跃合约期价 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 8：舟山 380 基差 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 沥青

图表 9：沥青价格跟踪

一级指标	二级指标		最新值	变化值	二级指标	最新值	变化值	
沥青 元/吨	现货	华东重交	3525	0	基差	华东基差	175	2
		山东重交	3145	-5		山东基差	-183	17
	期价	6	3474	-10	月差	6-9	-18	-34
		9	3492	24		9-12	164	46
		12	3328	-22		12-6	-146	-12
		主力	3328		沥青-原油（元/桶）	16	-6	

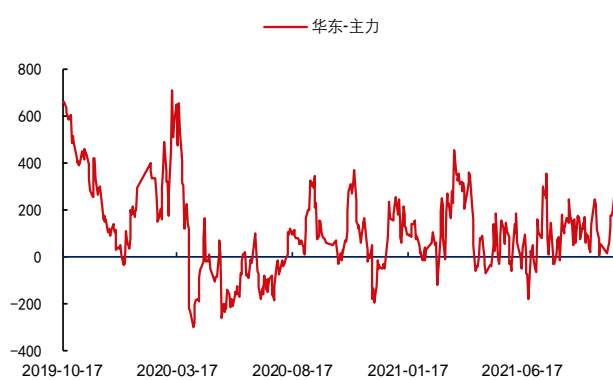
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 10：沥青活跃合约期价 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 11：沥青华东基差 单位：元/吨



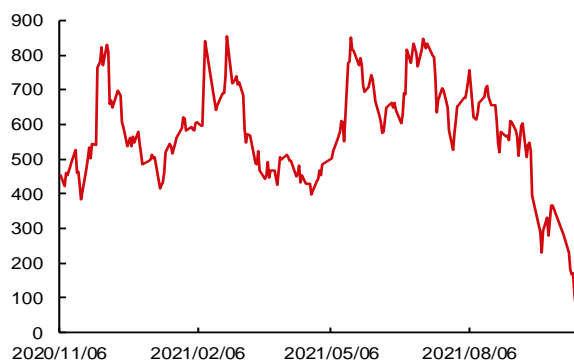
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 12：沥青-SC 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：沥青-燃料油 单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究部

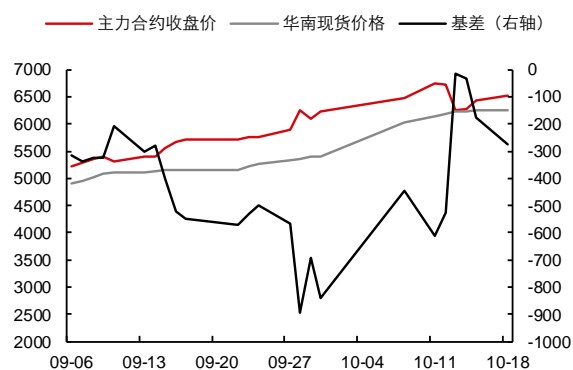
4. LPG

图表 14: LPG 价格跟踪

一级指标	二级指标		最新值	变化值	二级指标	最新值	变化值	
LPG 元/吨	现货	华南国产气	6158	100	基差	华南国产气基差	-369	-2
		华南进口气	6300	0		华南进口气基差	-227	-102
		华东国产气	6050	50		华东国产气基差	-477	-52
		华东进口气	6550	50		华东进口气基差	23	-52
		华北国产气	5880	0		华北基差	-647	-102
	期价	10	6566	200	月差	11-12	-1	8
		11	6527	102	LPG/SC		12.02	-0.12
		12	6528	94	LPG/PP		0.67	0.01

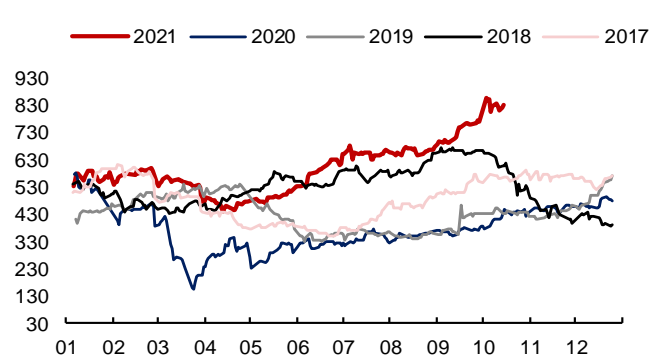
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 15: LPG 期货价格、基差 单位: 元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 16: CP 丁烷预期 单位: 美元/吨



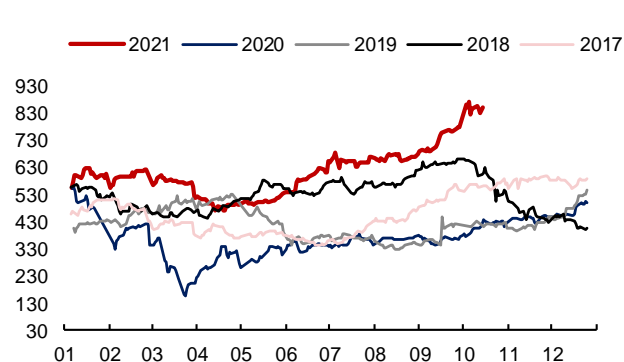
资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 17: LPG 华南现货价格 单位: 元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 18: CP 丙烷预期 单位: 美元/吨



资料来源: Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826