

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

沥青存在累库预期，关注油价影响

王佳瑶

能化事业部

王佳瑶

能化品分析师

期货从业资格号：

F3016773

投资咨询从业证书号：

Z0013294

✉：wangjiayao2015@163.com



能化事业部

电话：(010) 88312828-8728

网址：www.ydqh.com.cn

地址：北京市东城区北三环东路 36

号环球贸易中心 E 座 702

邮编：100000

■ 内容摘要

二季度沥青自身供需偏弱，预计存在季节性累库压力，目前也尚未看到有逆季节性的迹象，而原油价格预计仍存上行空间，供需与成本两因素一弱一强，组合起来对于沥青的影响较为不确定。综合来看二季度沥青走势偏震荡。

■ 核心观点

- 沥青需求具有明显的季节性
- 库容限制下，需求的季节性造成了供应的季节性
- 当前贸易商库存蓄水能力有限
- 炼厂库存拐点已经出现
- 炼厂库存累库趋势或将延续
- 国际油价预计仍存上行空间，详见原油季报

目 录

1. 影响沥青价格的两个主要因素：供需和成本	1
2. 供需——年内的季节性节奏	2
2.1 沥青需求具有明显的季节性	2
2.2 库容限制下，需求的季节性造成了供应的季节性	2
3. 供需平衡的结果——库存	3
3.1 当前贸易商库存蓄水能力有限	3
3.2 炼厂库存拐点已经出现	4
3.3 炼厂库存累库趋势或将延续	4
4. 原料问题	6
5. 成本	6
6. 二季度沥青行情展望	6
免责声明	7

1. 影响沥青价格的两个主要因素：供需和成本

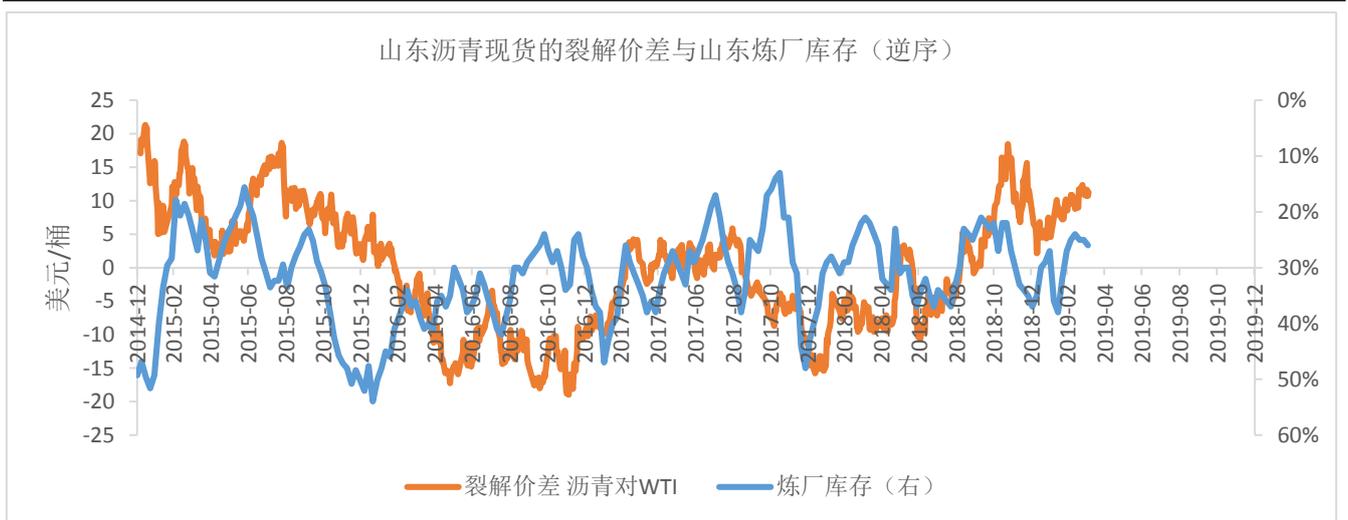
长周期来看，沥青价格跟随原油变化而变化。当二者短期发生背离时，大部分时候则是沥青自身供需（库存）因素占了主导。供需和成本两因素对于沥青价格的影响构成二元四相关系。

图 1.1：沥青与原油价格走势



资料来源：wind，一德期货

图 1.2：山东沥青现货的裂解价差与山东炼厂库存（逆序）



资料来源：百川，路透，一德期货

表 供需和成本对于沥青价格影响的效果叠加（二元四相）

供需	成本	对沥青价格的影响
强	强	强
强	弱	不确定
弱	强	不确定
弱	弱	弱

2. 供需——一年内的季节性节奏

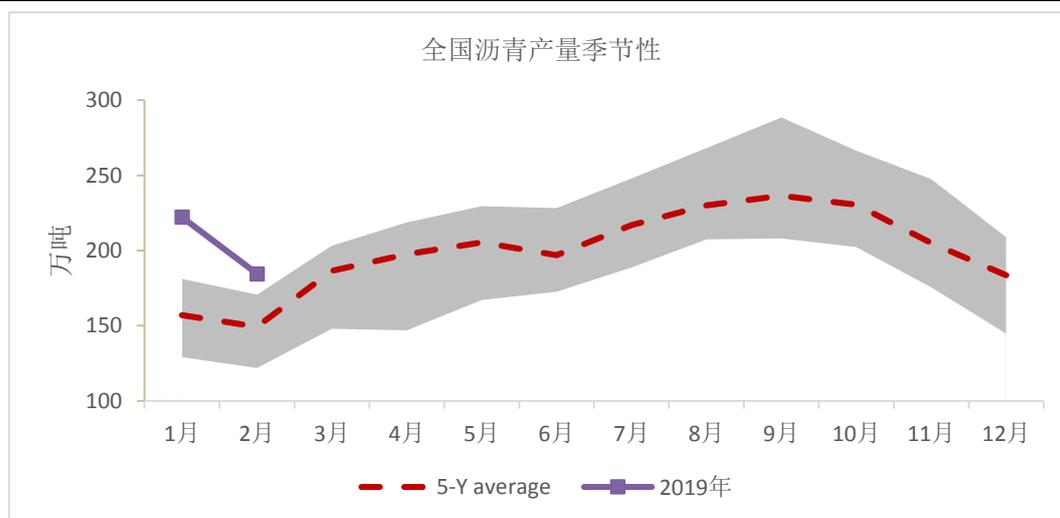
2.1 沥青需求具有明显的季节性

沥青需求具有明显的季节性。首先，沥青路面施工要求温度在 5℃ 以上，并且雨天、路面潮湿时也无法施工，因此整体上一、四季度施工受气温限制，二、三季度施工受降水限制。其次，新建道路项目通常会把一个项目标段从路基建设到路面铺设的完整工程安排在同一年内，春夏之际开工，秋天天气适宜时完成路面铺设。第三，春节的存在加强了沥青需求的季节性。

2.2 库容限制下，需求的季节性造成了供应的季节性

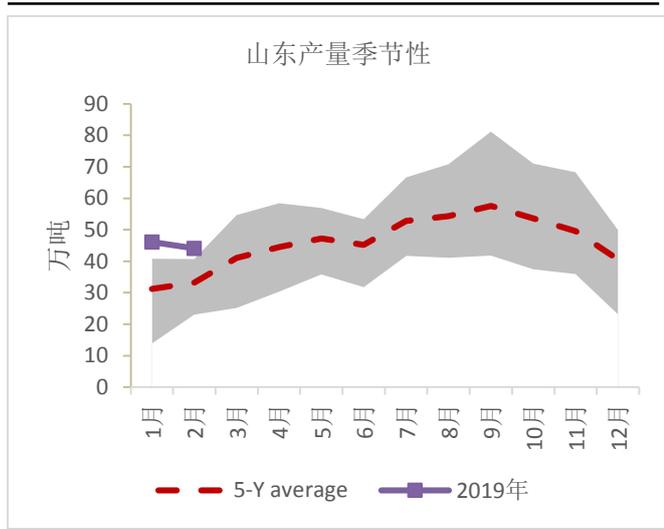
我们知道沥青产能大约 4800 万吨/年（400 万吨/月），但实际的月度产量却与其相差较大，这是因为沥青库容较为有限，炼厂需要根据出货情况来调整生产负荷。当沥青处于淡季时，出货相对较差，炼厂需要降低开工负荷（或停产检修）来确保不出现憋库的情况；反之旺季时炼厂出货顺畅，库存压力小，生产可以放量。

图 2.1：全国沥青产量季节性



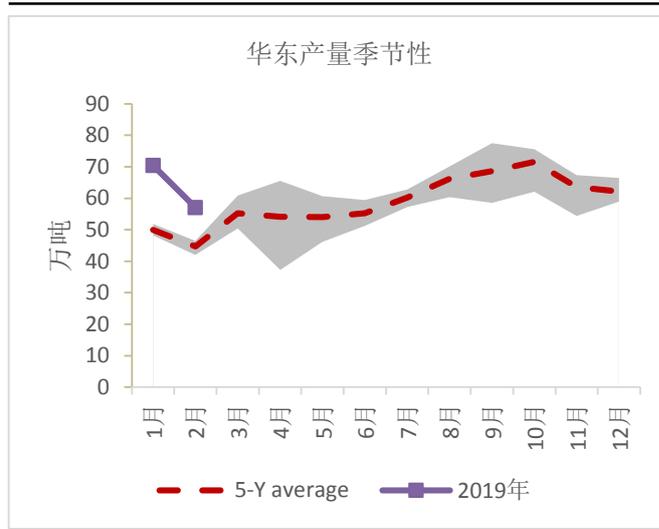
资料来源：百川，一德期货

图 2.2：山东产量季节性



资料来源：百川，一德期货

图 2.3：华东产量季节性



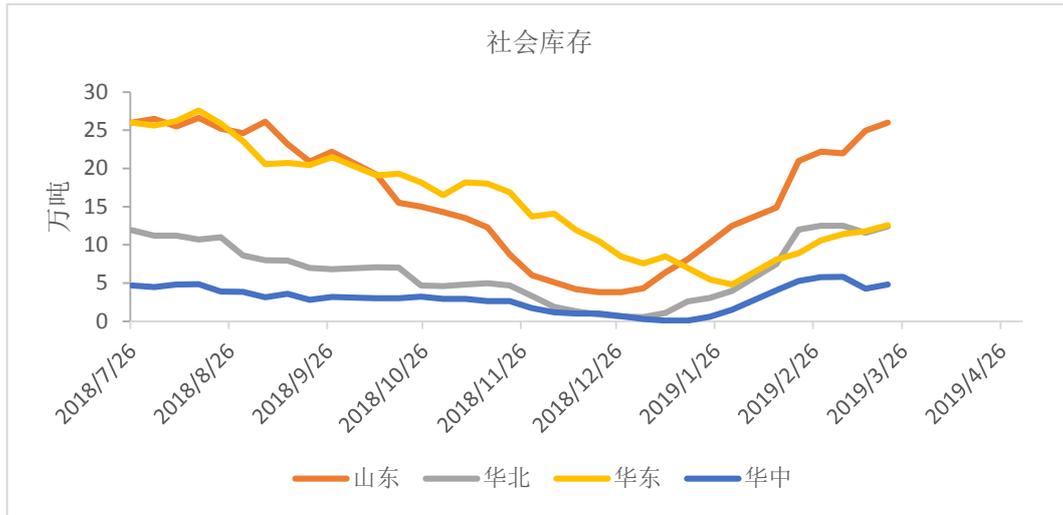
资料来源：百川，一德期货

3. 供需平衡的结果——库存

3.1 当前贸易商库存蓄水能力有限

“炼厂——贸易商——终端”的贸易流链条中，贸易商起着承上启下的作用，在淡季时囤货以供终端在旺季时使用。从样本社会库存来看，当前山东社会库存已经接近去年的高位，基本无接货能力；华东社会库存大致为去年高位的一半，仍有接货能力。以 2017 年 12 月产量的 5 成、2018 年 1-3 月产量的 9 成来粗估社会库容能力为 630 万吨，以 2019 年 1 月产量的 6 成、2 月产量的全部、3 月产量（暂按 220 万吨计）的 8 成来粗估今年贸易商的备货量为 494 万吨，占粗估库容的 78%，也就是说，整体社会库容继续接货的能力比较有限。

图 3.1：社会库存

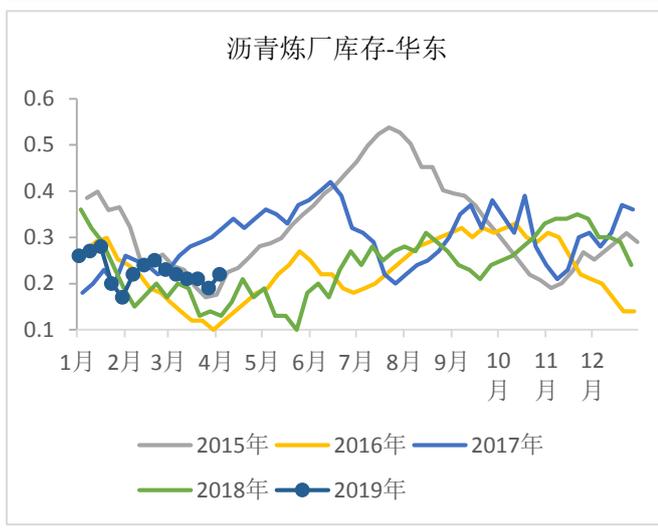


资料来源：隆众，一德期货

3.2 炼厂库存拐点已经出现

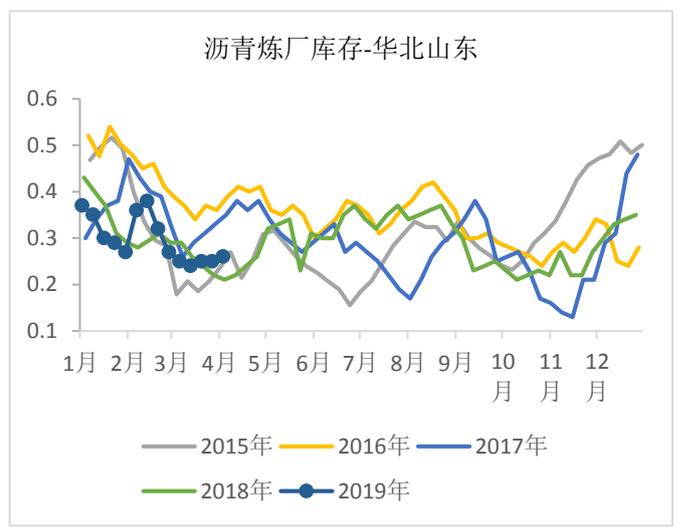
根据历史库存季节性，华东和山东在二季度或早或晚都会出现累库的现象。就目前已有数据而言，华东在3月底、山东在3月中旬分别已经出现了库存拐点，可能意味着进入季节性累库存阶段。

图 3.2：华东炼厂库存季节性



资料来源：百川，一德期货

图 3.3：华北山东炼厂库存季节性



资料来源：百川，一德期货

3.3 炼厂库存累库趋势或将延续

我们以现货主流定价地区以及期货主要交割地区——山东、华东为主要分析对象。

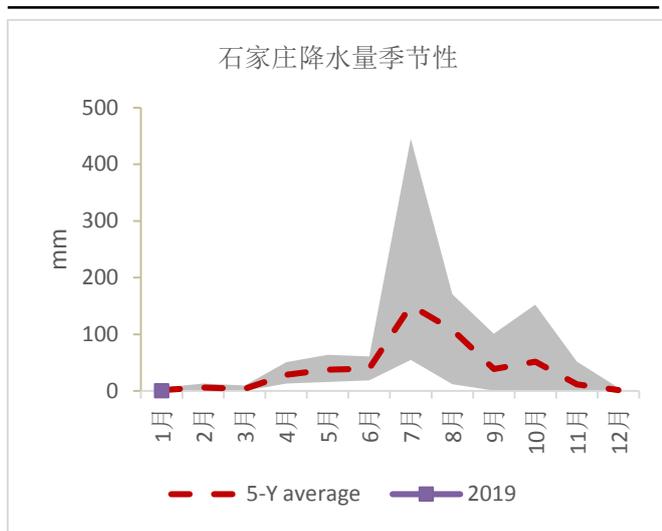
山东：当地贸易商库存高，无继续接货能力（因1-3月冬储合同执行对象除当地贸易商外还有京津冀等周边

贸易商，推测周边贸易商接货能力亦有限，待证实），如若终端需求开启后对于沥青的需求量小于炼厂的产量，则炼厂大概率累库。鉴于当前华北山东地区的终端需求开启比较少，暂对于 4 月终端需求开启速度不抱过高期待，5 月待观察。在这样的需求预期之下，炼厂可以通过降负荷来降低产量来延缓累库，但难以扭转累库的趋势。

华东：当地贸易商库存中位，有继续接货能力（此外华东资源还可以顺长江而上，分流至沿江地区），但进入二季度预计降水量增多，会限制道路项目施工，当贸易商备货完毕后，炼厂库存可能会承压。

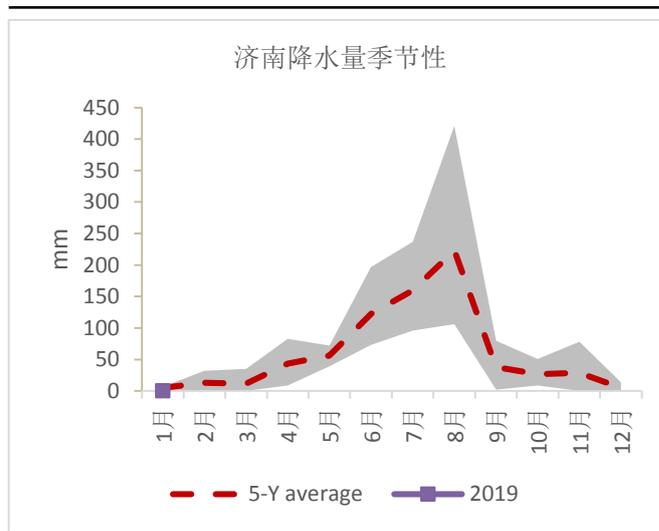
综上，二季度山东、华东两地可能都会面临炼厂累库存的压力，而炼厂库存又是决定沥青价格的最直接因素，因此沥青价格也将承压。

图 3. 4: 石家庄降水量季节性



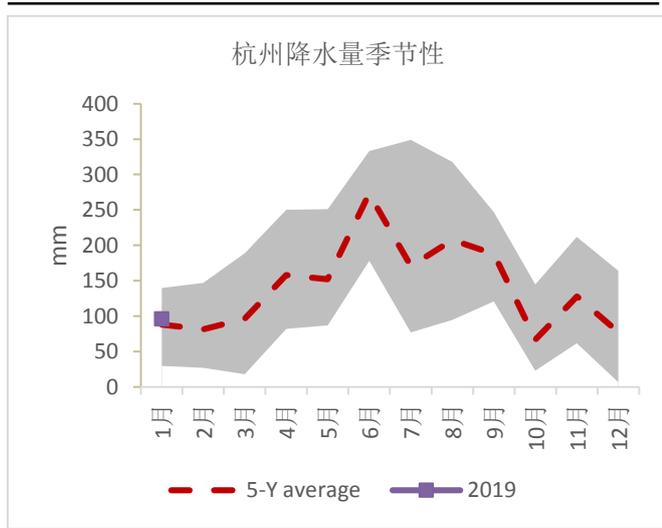
资料来源：国家气候中心，一德期货

图 3. 5: 济南降水量季节性



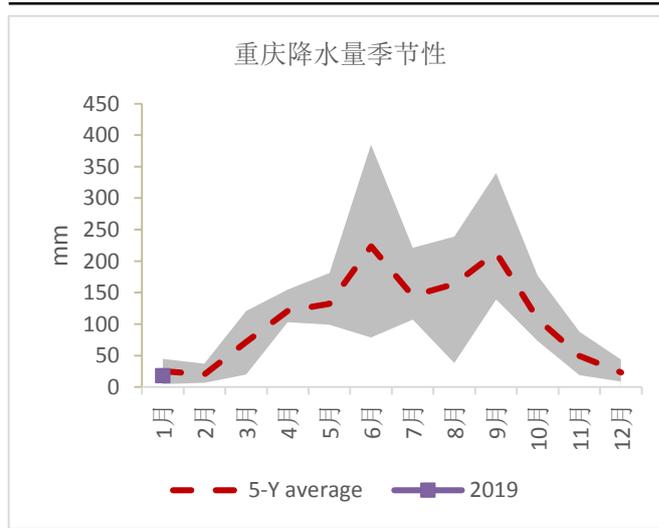
资料来源：国家气候中心，一德期货

图 3. 6: 杭州降水量季节性



资料来源：国家气候中心，一德期货

图 3. 7: 重庆降水量季节性



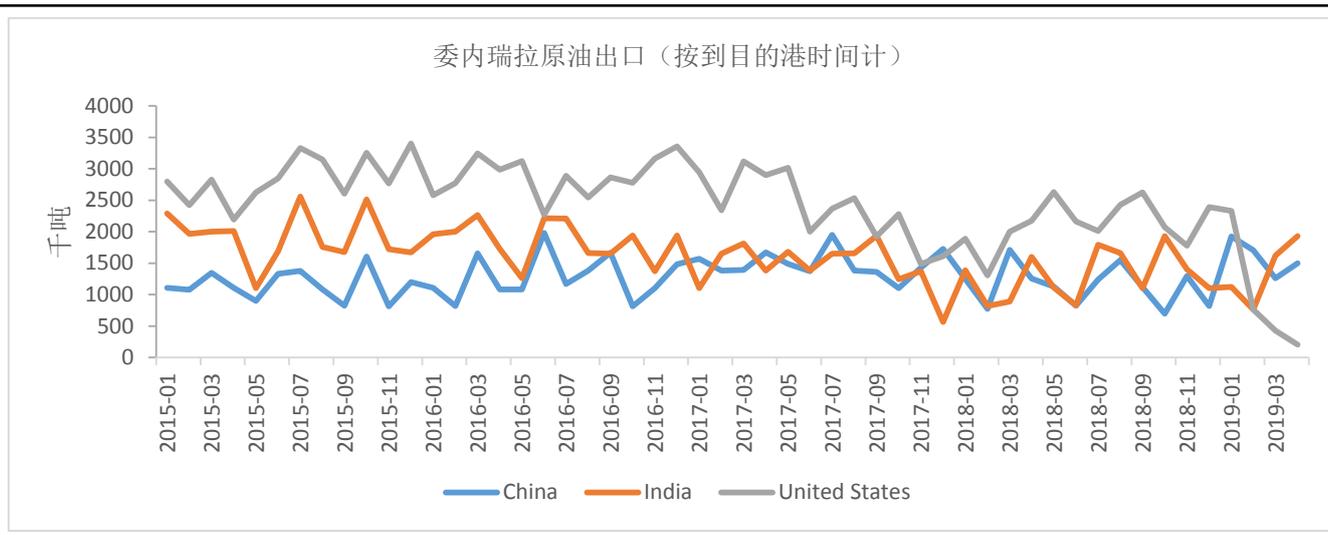
资料来源：国家气候中心，一德期货

4. 原料问题

当原料的量限制了沥青产量时，才形成事实上的紧缺。所以，如果沥青需求本身偏低，就不需要那么多的沥青供应，也就不需要那么多的原料。在二季度，原料供应并不是主要矛盾，终端需求开启情况才是主要矛盾。

如下图所示，自2月起委内瑞拉出口到美国的量锐减，中国和印度有所增加。印度停止购买之后，对应的原油很可能流向中国，暂时看不到来中国的委油有短缺的迹象。

图 4.1：委内瑞拉原油出口（按到目的港时间计）



资料来源：路透，一德期货

5. 成本

展望二季度，OPEC+减产协议延长预期升温、伊朗面临美国新一轮石油制裁、委内瑞拉内外交困已实质性影响原油供应，加之美国原油产量增速放缓，全球原油市场去库存的趋势仍将延续，国际油价预计仍存上行空间，二季度 Brent、WTI 原油价格目标分别为 75 美元/桶、68 美元/桶。详见原油季报。

6. 二季度沥青行情展望

综上，二季度沥青自身供需偏弱，预计存在季节性累库压力，目前也尚未看到有逆季节性的迹象，而原油价格预计仍存上行空间，供需与成本两因素一弱一强，组合起来对于沥青的影响较为不确定。综合来看二季度沥青期货价格走势偏震荡。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678