

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

旺季预期存在，做多沥青裂解价差

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

供应，现状是高产量和高库存；需求，现状是处于雨季，预期雨季过后逐渐好转。

最关键的问题是，边际需求的改善对于边际供应的消耗是否足够有力，这点是有待观察的，但因沥青需求的边际好转是较为确定的，建议做多沥青裂解价差（保守者）或做多 BU1912 合约（激进者，需要原油的配合），一旦有需求证伪的迹象，则出场。

■ 核心观点

- 国内高产量的趋势可能会延续至三季度
- 四季度炼厂面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争
- 下半年沥青进口量难有增量
- 上半年高位的社会库存转为下半年的供应
- 下半年沥青的主要矛盾在于需求端
- 供需边际变化的体现——炼厂库存
- 原料问题
- 原油分析详见原油半年报

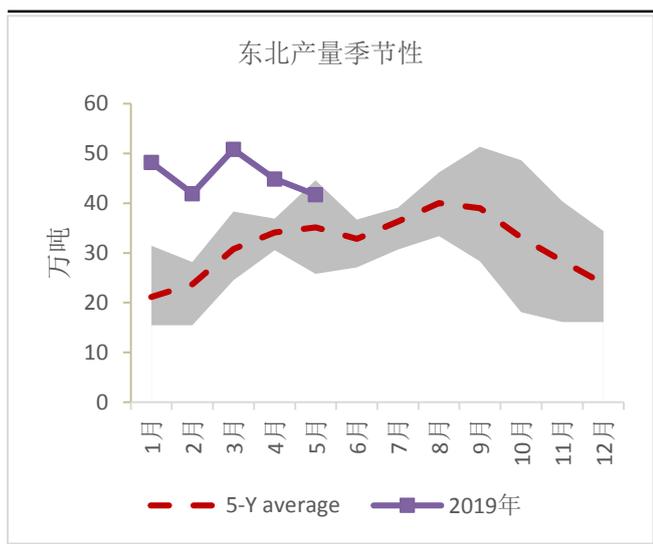
目 录

1. 国内高产量的趋势可能会延续至三季度	1
2. 四季度炼厂面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争	2
3. 下半年沥青进口量难有增量	3
4. 上半年高位的社会库存转为下半年的供应	4
5. 下半年沥青的主要矛盾在于需求端	4
6. 供需边际变化的体现——炼厂库存	5
7. 原料问题	6
8. 成本	7
9. 下半年沥青行情展望	8
免责声明	9

1. 国内高产量的趋势可能会延续至三季度

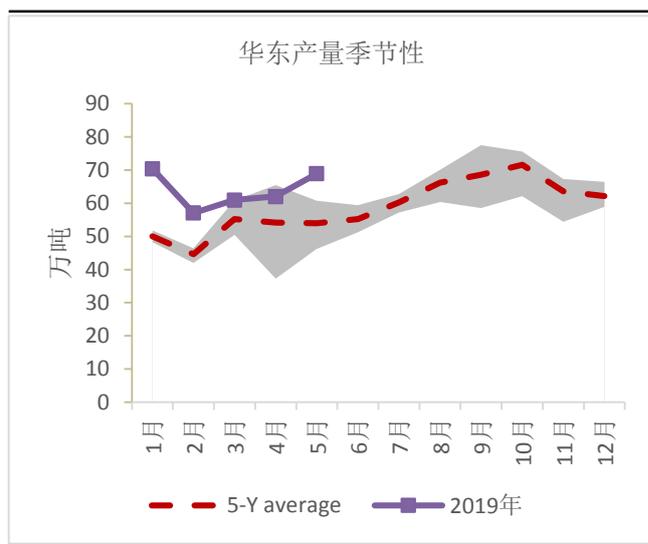
今年1-5月沥青产量共1131.81万吨，是历史同期产量峰值。分地区来看，东北、华北、华东地区的产量表现超过历史同期，其中东北、华东增长最为明显。可能的原因一是今年的产量统计新增了样本，二是今年以来沥青路线的效益好于焦化路线的效益。我们观察到，两种生产路线的效益之差领先于沥青装置开工率的变化（但领先的时间长度并不稳定）。因此，沥青路线效益更好，使得沥青装置开工率维持在中偏高位，同时焦化装置处于较低位置。究其原因，主要是由于焦化路线的主要产品的裂解价差表现并不好，汽油裂解价差处于历史偏低位置，柴油裂解价差仅处在历史中位，而沥青裂解价差处于历史高位。如果三季度成品油的表现仍然偏弱，那么沥青路线的效益将会继续优于焦化路线的效益，炼厂生产沥青的积极性相对较高。

图 1.1：东北产量季节性



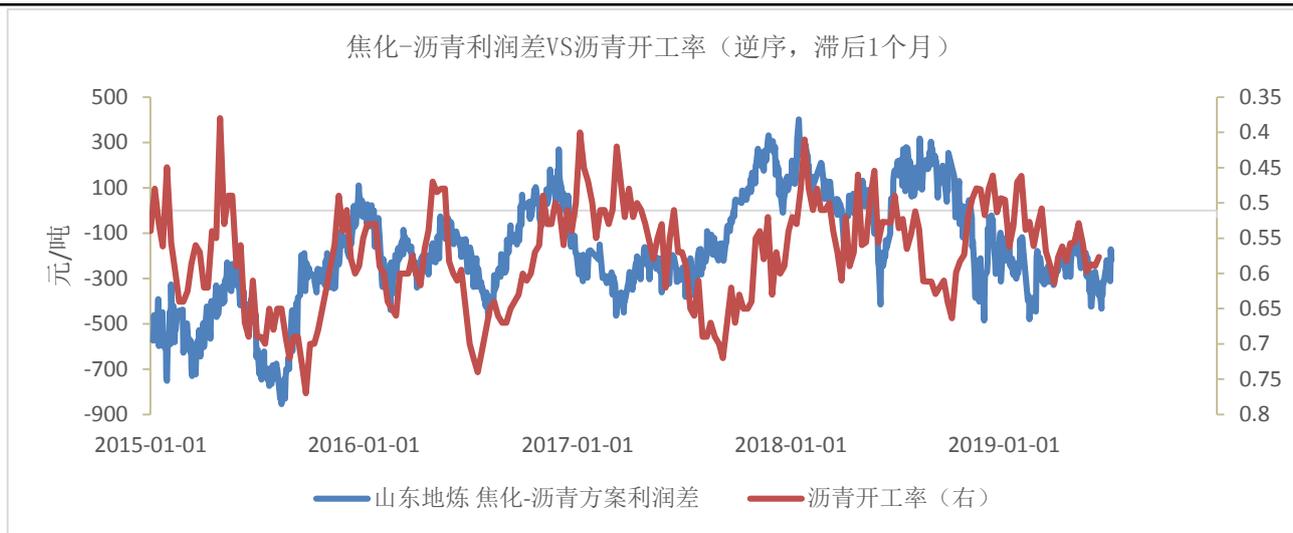
资料来源：百川，一德期货

图 1.2：华东产量季节性



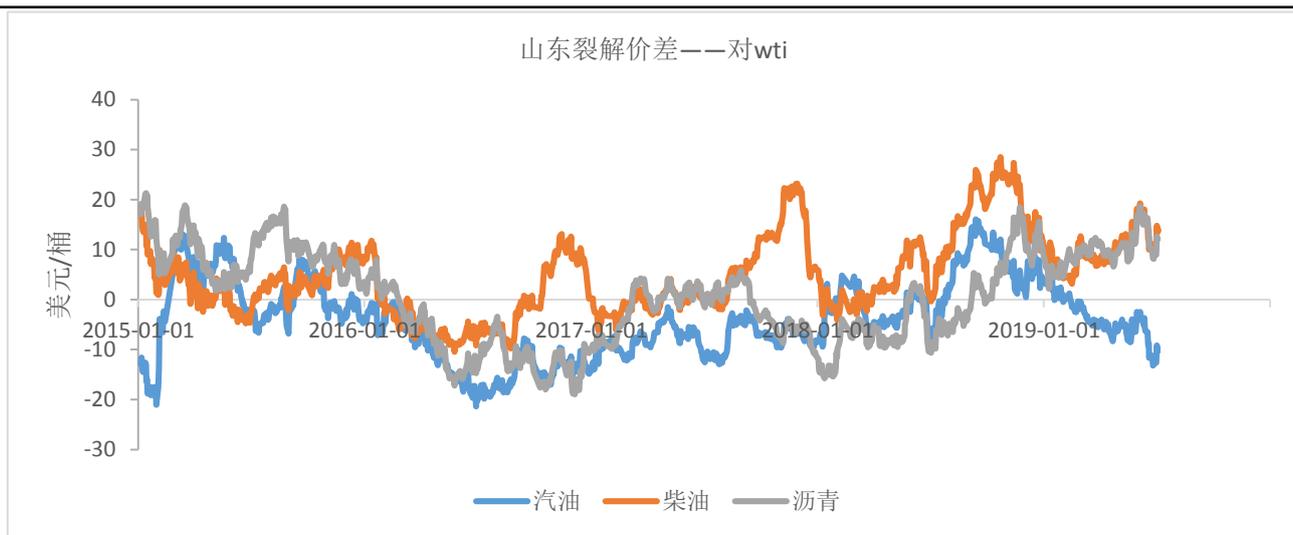
资料来源：百川，一德期货

图 1.3：焦化-沥青利润差 VS 沥青开工率（逆序，滞后 1 个月）



资料来源：wind，卓创，一德期货

图 1.4：山东裂解价差——对 wti



资料来源：wind，卓创，一德期货

2. 四季度炼厂面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争

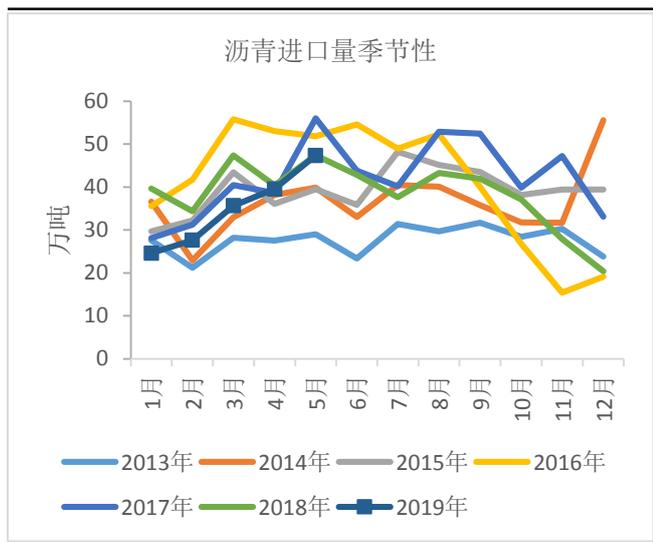
众所周知，为了应对 IMO2020 的船燃新规，炼厂纷纷进行装置改造，进行工艺升级，来满足未来可能的低硫船燃需求。其中，2020 年中石化低硫重质清洁船用燃料油产能将达到 1000 万吨，2023 年这一产能将超过 1500 万吨 (http://www.xinhuanet.com/2019-06/05/c_1124587959.htm)，中石油在国内已经布局系统内相关炼厂，

初步计划生产供应低硫燃料油 400 万吨/年 (http://www.sohu.com/a/325052757_99902541)。需要注意的是，有生产能力并不意味着一定会满负荷生产低硫船燃，但低硫船燃很可能会挤占沥青的生产能力，实际上炼厂会面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争，择优来生产。四季度的沥青产量可能因此而不能放量。

3. 下半年沥青进口量难有增量

我们观察到今年沥青进口量一直在上升，特别是 4-5 月的进口量恢复到了去年同期的水平，主要是因为自韩国的进口量明显回升，可能的原因是 S-Oil 公司的 RFCC 装置于 3 月 22 日停工 (<https://www.argusmedia.com/en/news/1882462-soil-extends-shutdown-of-rfcc-mtbe-unit>)，目前未闻该装置开工。但当该装置开工后，S-Oil 或将再次减少渣油（沥青或燃料油）的产出，因此下半年沥青进口量难有增量（目前未闻其他进口有效替代途径）。

图 3.1：沥青进口量季节性



资料来源 wind，一德期货

图 3.2：自韩国进口量 VS 总进口量

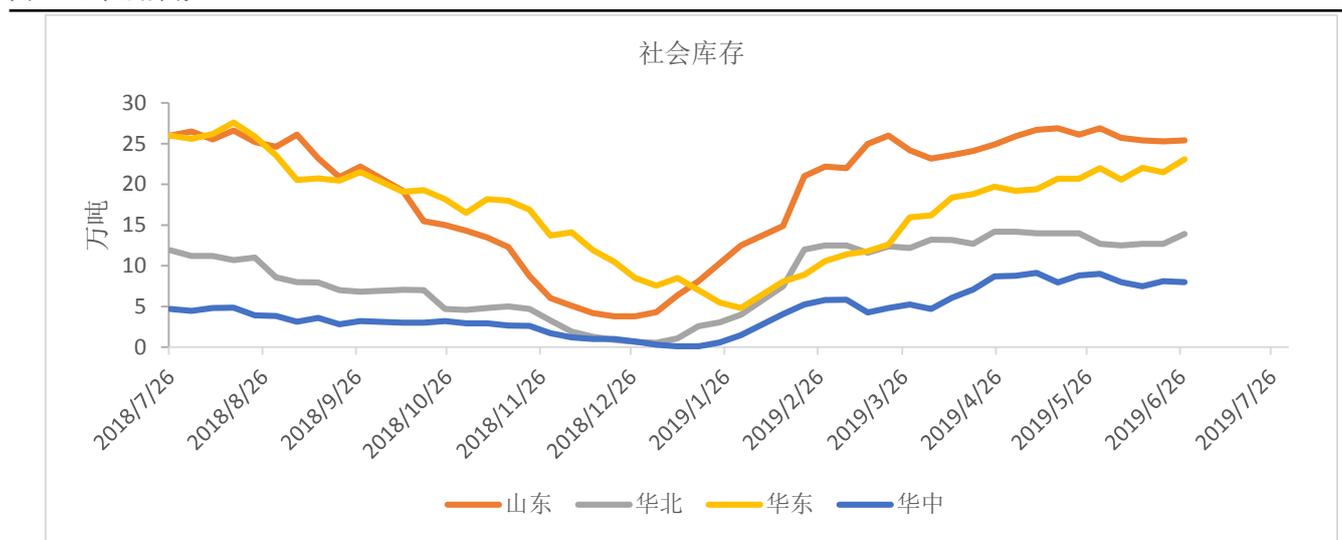


资料来源: wind，一德期货

4. 上半年高位的社会库存转为下半年的供应

“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。当前社会库存基本处于与去年同期等高的位置。在上半年充当投机需求的社会库存，在下半年将要转变为供应，流入终端。

图 4.1：社会库存

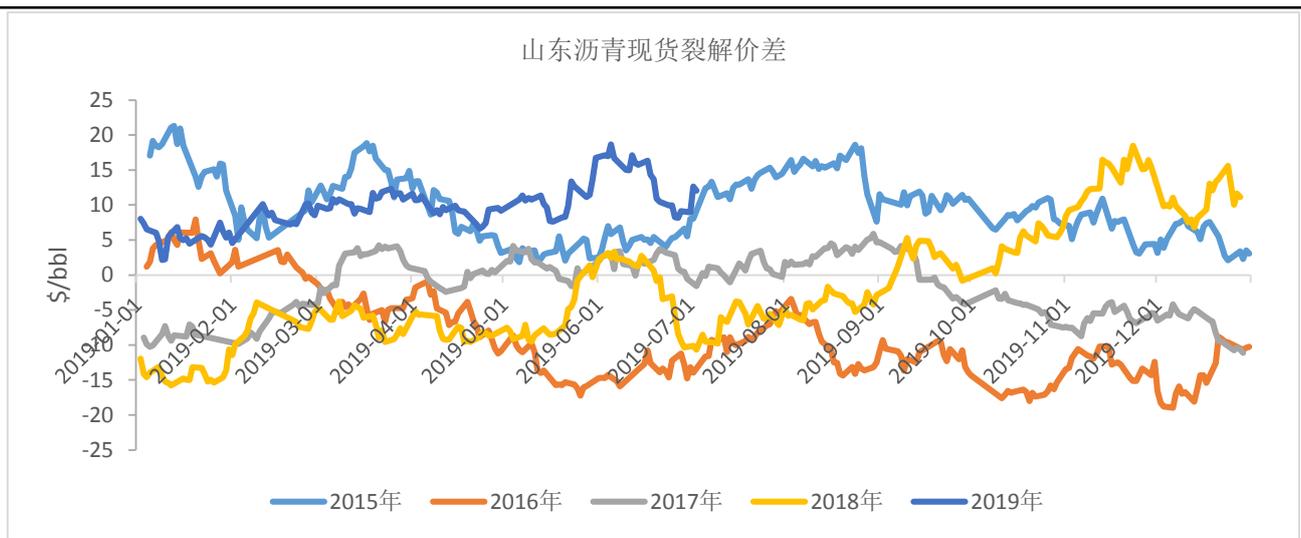


资料来源：隆众，一德期货

5. 下半年沥青的主要矛盾在于需求端

沥青的节奏可以概括为“全年生产，秋天使用”，因金九银十是沥青的传统旺季（对于季节性的分析详见《沥青 2019 年二季度季报》），路面铺设需求释放较为集中，但也容易受环保督察等因素影响而产生节奏的变化。今年是建国 70 周年，国庆节前后可能有阶段性的暂停施工，影响需求节奏。另外下游普遍反应资金状况较差，没钱干活儿，专项债等资金实际到达终端手中的情况和时间待观察。因当前尚处于雨季，较为确定的是需求将要环比走强（现货裂解价差可以验证），走强的幅度以及同比的情况仍需关注施工节奏和资金情况。

图 5.1：山东沥青现货裂解价差

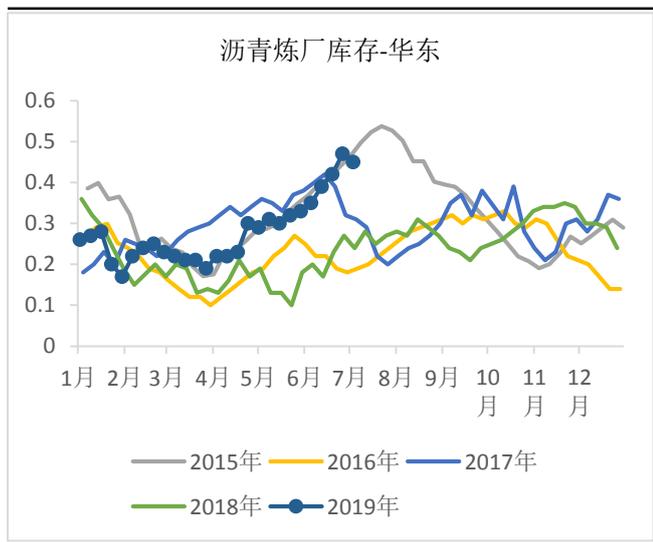


资料来源：隆众，一德期货

6. 供需边际变化的体现——炼厂库存

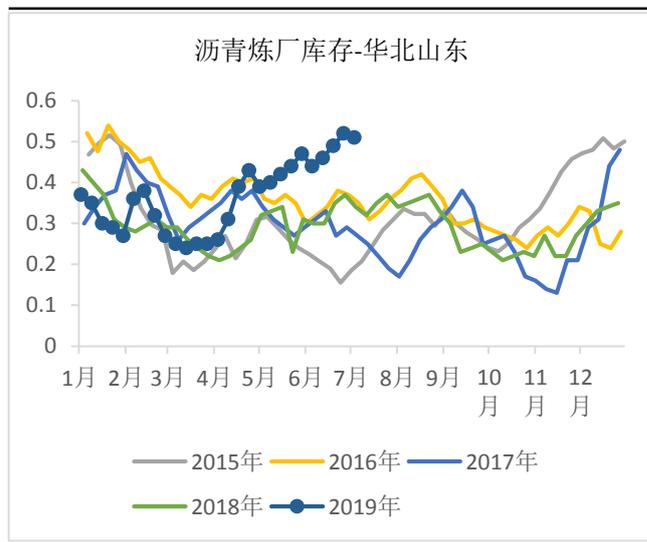
供需情况的边际变化通过炼厂库存可以反映。而炼厂库存也是现货沥青定价最重要的因素之一。

图 6.1：华东炼厂库存季节性



资料来源：百川，一德期货

图 6.2：华北山东炼厂库存季节性



资料来源：百川，一德期货

7. 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。原料问题只能起到锦上添花的作用，并不是主要矛盾，需要理性看待。

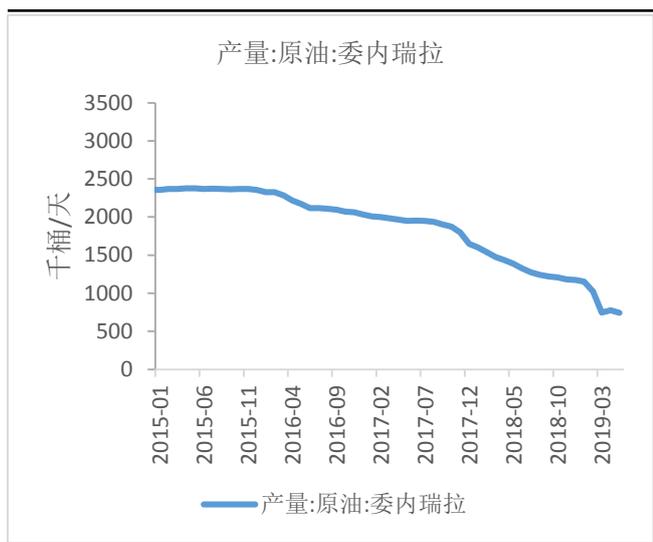
作为沥青原料的主要来源国，委内瑞拉备受关注。自 2015 年以来委内瑞拉的原油产量持续下滑，但委油到中国的量大体保持稳定。如果委油真的发生了事实上的紧缺，多种原油可以产生替代。需要注意的是，各油种本身有相对稳定的客户群，一旦新玩家参与购买，可能会使得原油升贴水上涨。

表 部分原油的减压渣油收率（粗估沥青收率）

资料来源：一德期货

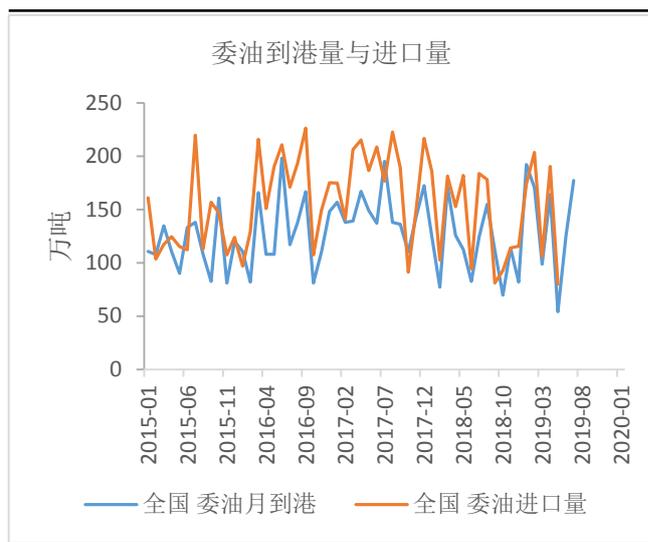
原油	产地	密度, g/cm ³	硫含量, m%	减压渣油收率, m%	渣油沥青质m%
马瑞	委内瑞拉	0.95	2.8	60	10.9
波斯坎	委内瑞拉	0.99	4.94	75.7	-
纳波	厄瓜多尔	0.94	2	55	-
沙中	沙特阿拉伯	0.87	2.42	25.8	10.7
沙重	沙特阿拉伯	0.89	2.8	31.5	38.0（含胶质）
卡斯蒂利亚混合	哥伦比亚	0.94	1.48	39.5	22.1
冷湖混合	加拿大	0.93	3.77	37.9	5.0
AWB	加拿大	0.92	3.85	43.5	-
巴士拉轻	伊拉克	0.88	2.85	23.8	12.3
巴士拉重	伊拉克	0.91	4.12	30	19.1
伊朗重油	伊朗	0.88	2.24	24.5	14.3
科威特	科威特	0.87	2.68	29	11.5

图 7.1：产量:原油:委内瑞拉



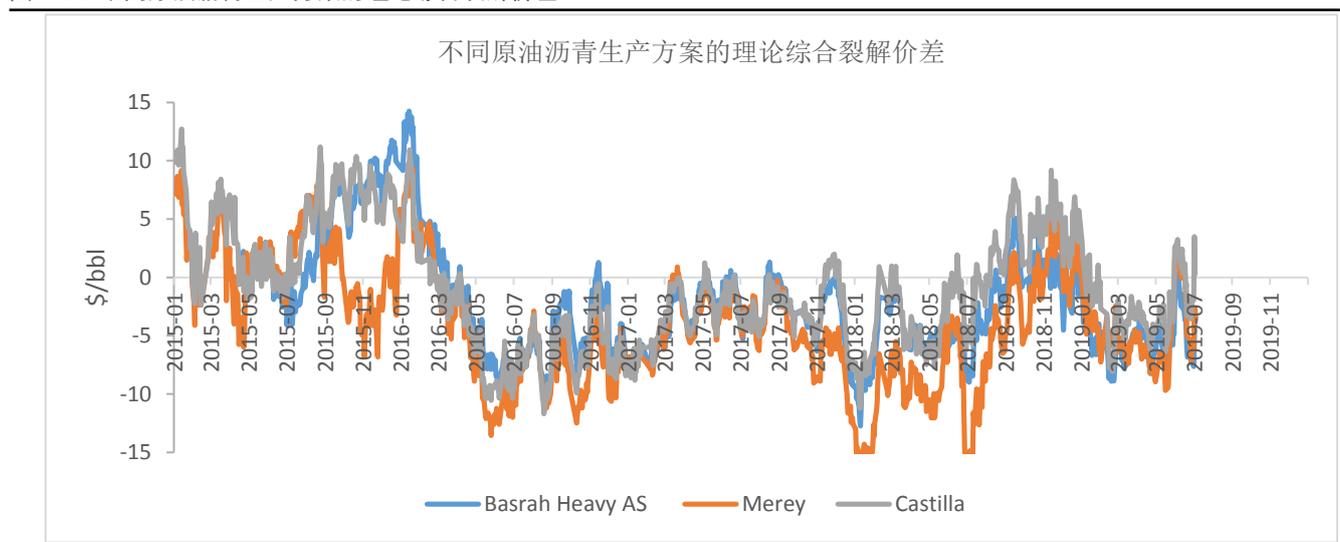
资料来源 wind，一德期货

图 7.2：委油到港量与进口量



资料来源：wind，路透，一德期货

图 7.3：不同原油沥青生产方案的理论综合裂解价差



资料来源：路透，卓创，一德期货

8. 成本

成本（主要是原油）决定沥青价格方向，供需决定沥青价格变化幅度。详见《沥青 2019 年二季度季报》。

原油分析详见原油半年报。

9. 下半年沥青行情展望

供应，现状是高产量和高库存；需求，现状是处于雨季，预期雨季过后逐渐好转。

最关键的问题是，边际需求的改善对于边际供应的消耗是否足够有力，这点是有待观察的，但因沥青需求的边际好转是较为确定的，建议做多沥青裂解价差（保守者）或做多 BU1912 合约（激进者，需要原油的配合），一旦有需求证伪的迹象，则出场。

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