

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（季报）

## 沥青基本面有压力，关注库存变化

王佳瑶

能化事业部

## ■ 内容摘要

---

### 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

时间运行到四季度，是需求证实或者证伪的最终时刻。以库存作为指标，如果基本面无改善，那么沥青承压。此外需要关注原料端的扰动和IMO2020相关进展。

## ■ 核心观点

---

- 原料供应多样化
- 主流利润模型参考性降低
- 四季度炼厂面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争
- 四季度沥青进口量预计仍在历史区间内
- 2019年1-8月全国公路投资累计同比增速为4%
- 政策利好见效需要时间
- 社会库存转为供应
- 评价边际供需的指标——炼厂库存

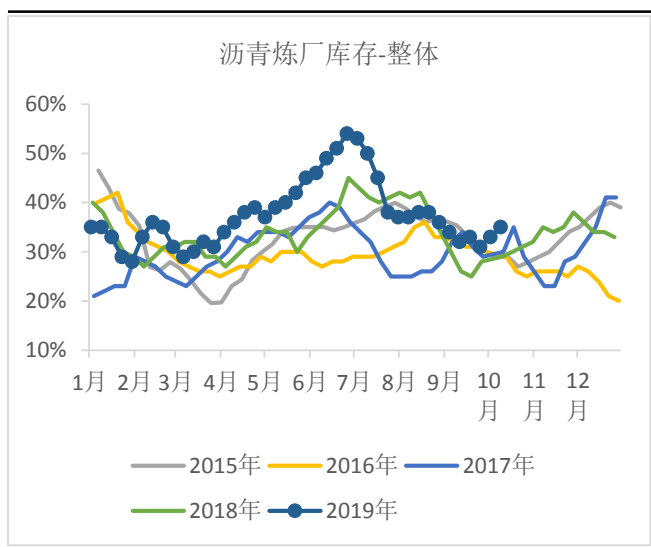
# 目 录

1. 年初至今的供需情况 .....	1
2. 供应 .....	1
2.1 原料供应多样化 .....	1
2.2 主流利润模型参考性降低 .....	2
2.3 四季度炼厂面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争 .....	3
2.4 四季度沥青进口量预计仍在历史区间内 .....	4
3. 需求 .....	5
3.1 2019 年 1-8 月全国公路投资累计同比增速为 4% .....	5
3.2 政策利好见效需要时间 .....	5
4. 库存 .....	6
4.1 社会库存转为供应 .....	6
4.2 评价边际供需的指标——炼厂库存 .....	6
5. 成本 .....	6
6. 四季度沥青行情展望 .....	6
免责声明 .....	7

## 1. 年初至今的供需情况

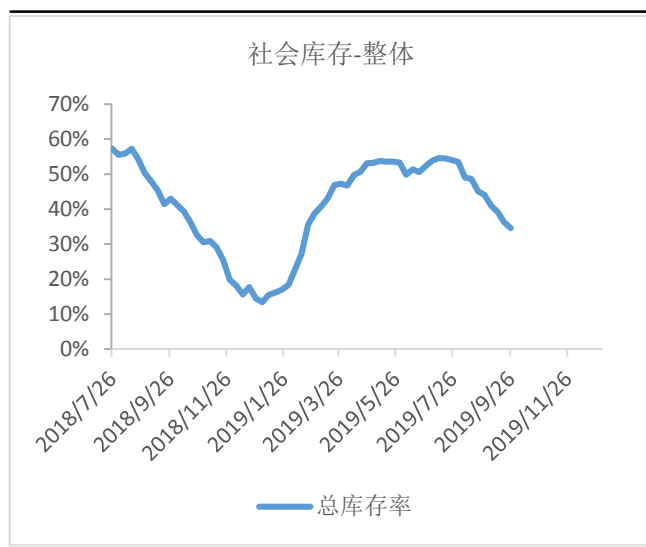
首先来回顾一下年初至今整体的供需情况。2019年1-8月沥青表观消费量为2098万吨，整体炼厂库存水平与年初相当，社会库存由年初的13%增加至8月底的44%，增幅155万吨（按照500万吨的社会库容来估算）。根据“表观消费量=实际消费量+库存累积量”，估算实际消费量为 $2098-155=1943$ 万吨。类似地，我们可以尝试估算2018年同期的实际消费量，2018年1-8月沥青表观消费量为1916万吨，整体炼厂库存水平由年初的40%变为34%，降幅18万吨（按照300万吨的炼厂总库容来估算），由于客观第三方数据暂缺2018年初的社会库库存情况，先来估算一种极端情况，若社会库库存完全不累积，则实际消费量为 $1916+18=1934$ 万吨，而实际上我们知道2018年社会库是有冬储行为也就是有库存累积的，沥青实际消费量要小于1934万吨。对比2018年和2019年，可知今年的沥青消费情况其实是同比好转的，但这个好转却被高产量掩盖了。

图 1.1：沥青炼厂库存-整体



资料来源：百川，一德期货

图 1.2：社会库存-整体



资料来源：隆众，一德期货

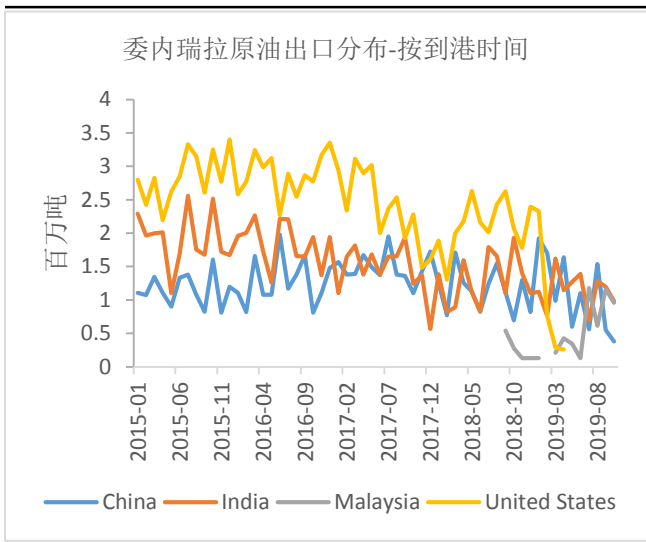
## 2. 供应

### 2.1 原料供应多样化

8月中石油宣布暂停委内瑞拉原油装港，地方炼厂需要寻找沥青原料替代品或替代供应渠道。据路透报道，Rosneft仍在进行委内瑞拉原油贸易，并有通过马来西亚进行转口贸易卖到中国，其中以Merey原油为主，在马来西亚通过调和或更换运输船只后更名为Singma或者Mal Blend，这些原油主要被运往山东和天津（新闻标题：RPT-China's July crude oil imports from Malaysia near record - customs - Reuters News，2019年8月26日）。据普氏报道，Singma的API为16.3，硫含量2.78%，性质与Merey原油接近，此外Mal Blend原油性质

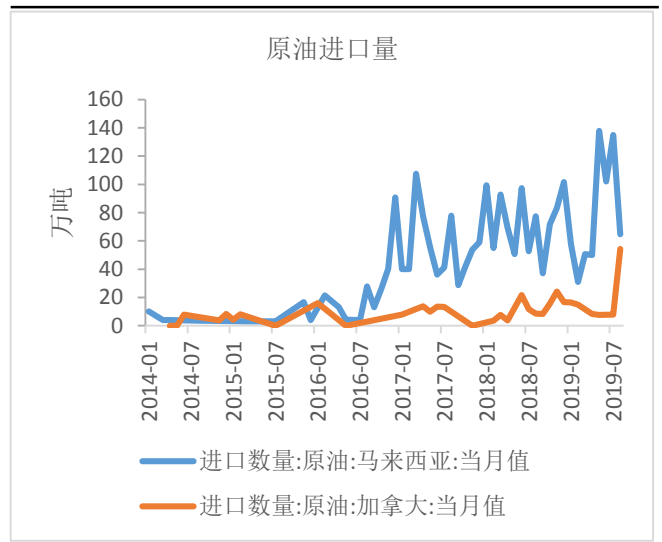
也与 Merex 类似；另外加拿大原油出口到中国的量也在增加 (<https://www.spglobal.com/platts/en/market-insights/latest-news/oil/091319-appec-petrochina-to-suspend-direct-imports-of-venezuelan-crude-but-china-has-other-options>)。也就是说，市场参与者已经在行动寻找沥青原料供应的替代方案。需要关注的是这些替代途径能否稳定持续下去。当前并未听说有实质性的原料短缺现象。

图 2.1: 委内瑞拉原油出口分布-按到港时间



资料来源：路透，一德期货

图 2.2: 原油进口量

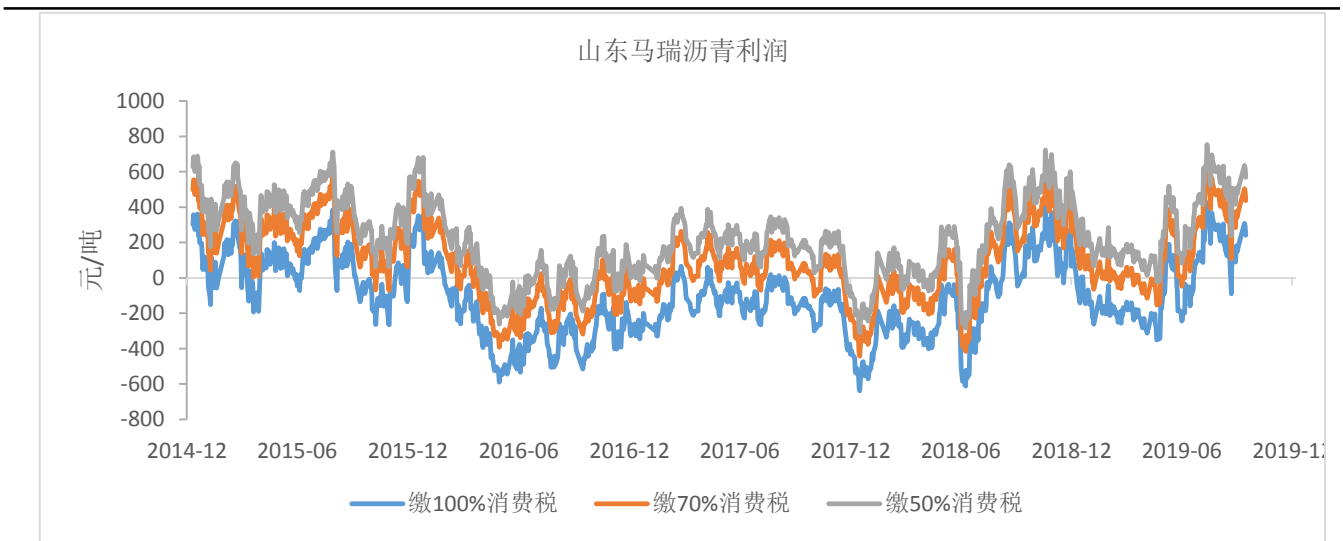


资料来源：wind，一德期货

## 2.2 主流利润模型参考性降低

2019 年整体来讲，炼厂产沥青的效益不错。但因近期原料渠道多样化，原料品质和价格差异更明显，市场主流的利润计算模型的参考性在降低，从利润角度去寻找安全边际需要注意有效性。

图 2.3: 山东马瑞沥青利润

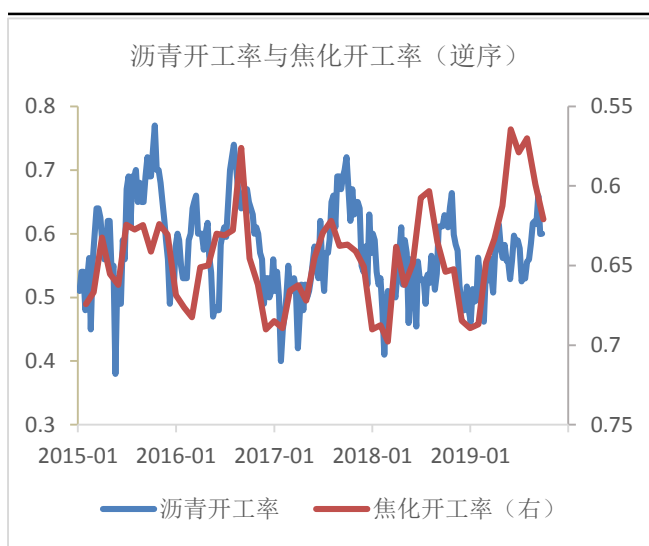


资料来源：wind，卓创，隆众，一德期货

### 2.3 四季度炼厂面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争

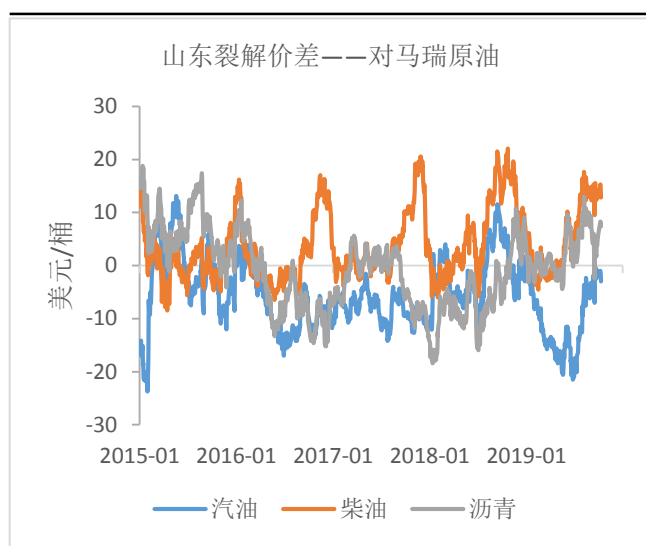
今年上半年成品油表现较差，裂解价差处于历史偏低位置，炼厂焦化装置开工率创五年新低，三季度随着成品油需求恢复，裂解价差走强，焦化装置开工率回升。同期沥青开工率处于正常区间内。四季度随着 IM02020 政策的逼近，炼厂会面临沥青、低硫船燃、焦化三种路线效益的竞争，择优来生产。

图 2.4：沥青开工率与焦化开工率（逆序）



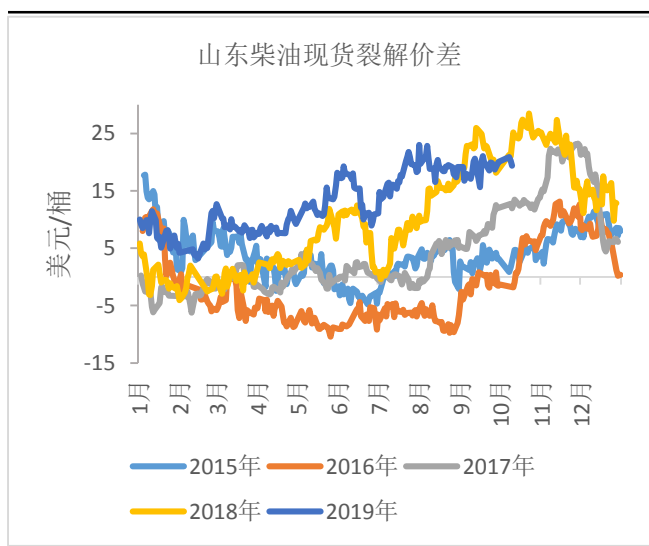
资料来源：卓创，一德期货

图 2.5：山东裂解价差——对马瑞原油



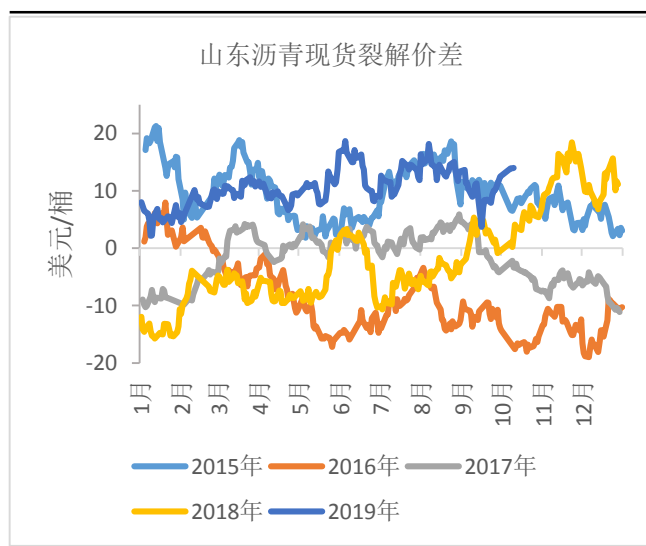
资料来源：wind，卓创，隆众，一德期货

图 2.6：山东柴油现货裂解价差



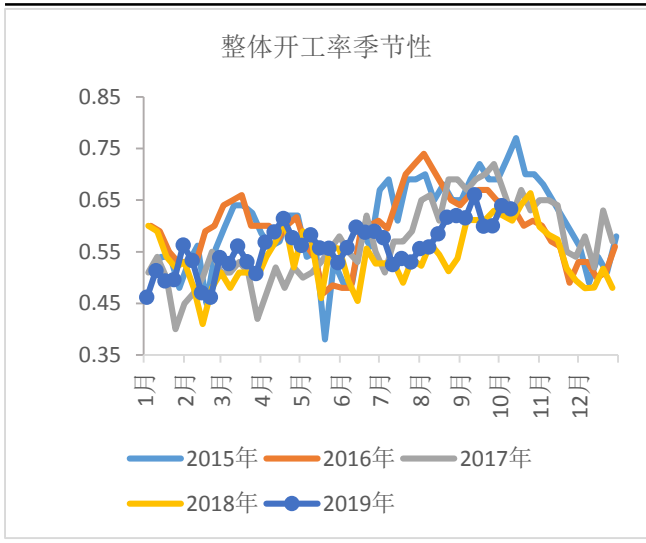
资料来源：wind，一德期货

图 2.7：山东沥青现货裂解价差



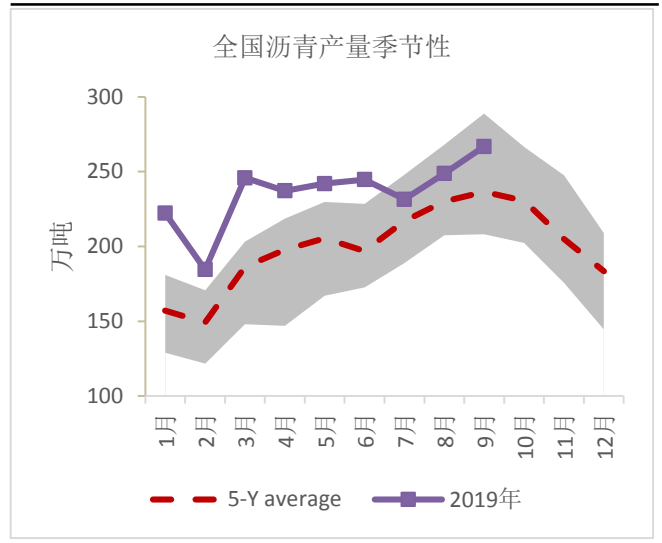
资料来源：wind，卓创，一德期货

图 2.8：整体开工率季节性



资料来源：卓创，一德期货

图 2.9：全国沥青产量季节性

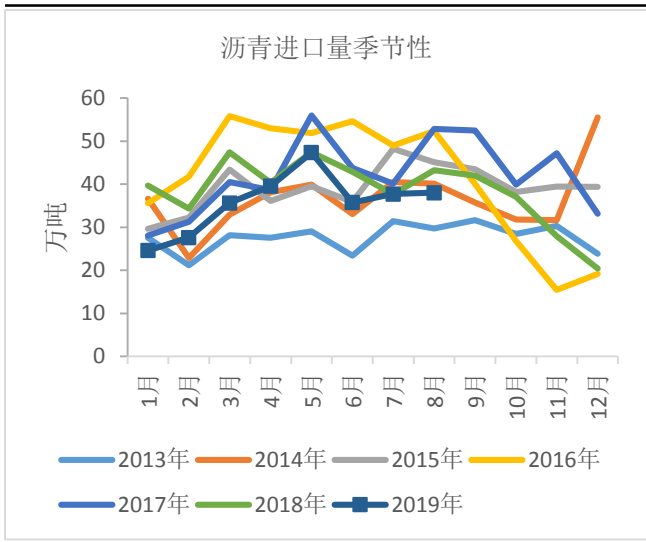


资料来源：百川，一德期货

## 2.4 四季度沥青进口量预计仍在历史区间内

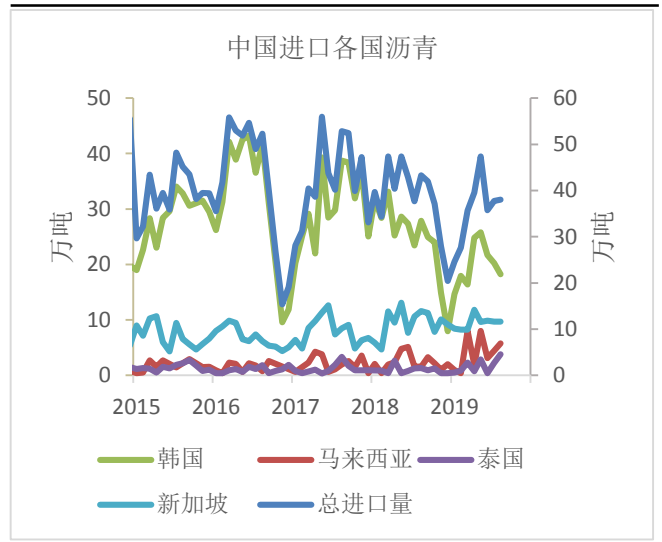
今年的沥青进口量一直处于历史区间内。8月韩国进口沥青下降，而马来西亚和泰国进口量增加，相互抵消。预计后市沥青进口量仍在历史区间内，关注马来西亚和泰国沥青放量情况。

图 2.10：沥青进口量季节性



资料来源 wind，一德期货

图 2.11：中国进口各国沥青



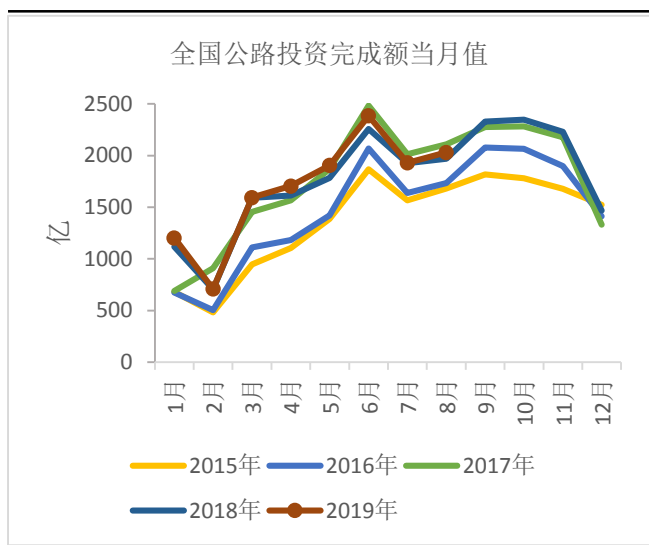
资料来源：wind，一德期货

### 3. 需求

#### 3.1 2019年1-8月全国公路投资累计同比增速为4%

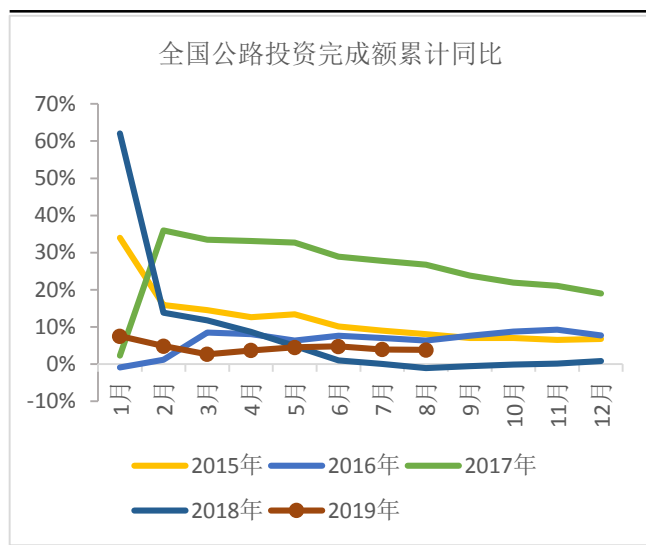
2019年1-8月全国公路投资累计完成额1.35万亿，累计同比增速为4%，虽然远低于历史平均水平，但高于去年的1%，表现尚可。如果4%的增速能维持至年底，预计全年投资额将达到2.20万亿，而今年各省投资计划总额为1.97万亿，今年大概率会超额完成任务。

图 3.1：全国公路投资完成额当月值



资料来源：wind，一德期货

图 3.2：全国公路投资完成额累计同比



资料来源：wind，一德期货

#### 3.2 政策利好见效需要时间

根据财政部统计数据，2019年1-8月发行新增专项债券20057亿元，占今年新增专项债务额度的93%，剩余额度有限。9月4日国务院常务会议提出，“根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保**明年初**即可使用见效”，“按照‘资金跟项目走’的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和**今冬明春**具备施工条件的地区”。从报道来看，并没有明确表示今年可以提前使用明年的新增专项债额度，也就是说，举措产生实质影响大概率要等到2020年1月，尚不能解读为利好四季度的项目施工。

9月，《交通强国建设纲要》印发，被市场解读为利好，需要注意的是，该纲要属长期纲要，远期目标分解为近期目标落实执行尚需时间，也就是说对于四季度的项目施工利好有限。



## 4. 库存

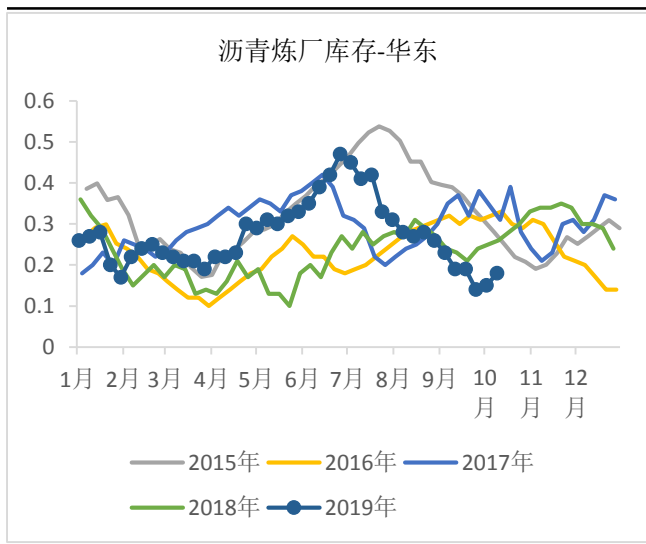
### 4.1 社会库存转为供应

“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。三季度开始随天气状况好转，终端施工增加，社会库进入去库阶段。

### 4.2 评价边际供需的指标——炼厂库存

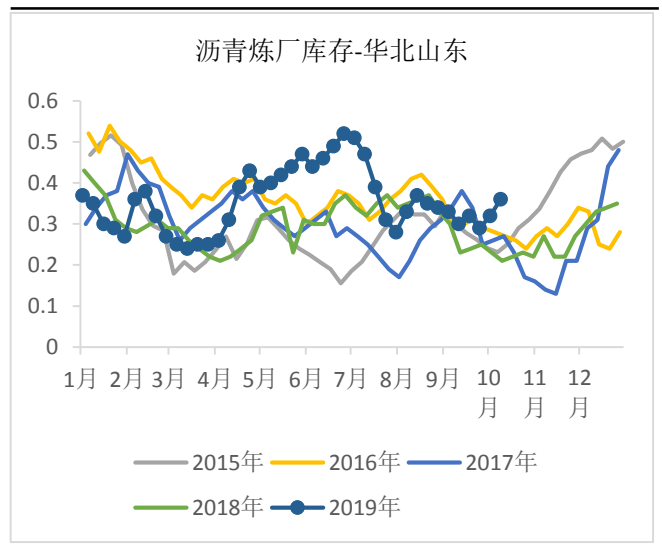
如果在社会库去库的同时，炼厂也能顺利去库，那就意味着边际供需是改善的。而节后第一周华北山东、华东库存上升，不是好信号，尤其是华北山东，库存处于历史同期偏高水平。

图 4.1：华东炼厂库存季节性



资料来源：百川，一德期货

图 4.2：华北山东炼厂库存季节性



资料来源：百川，一德期货

## 5. 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。原油分析详见原油季报。

## 6. 四季度沥青行情展望

时间运行到四季度，是需求证实或者证伪的最终时刻。以库存作为指标，如果基本面无改善，那么沥青预计承压。此外需要关注原料端的扰动和 IM02020 相关进展。

## 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

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元  
Tel: 022-6622 5869

### 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

### 天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）  
Tel: 022-2330 3538

### 郑州营业部 450008

河南省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

辽宁省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2702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

### 杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室  
Tel: 0571-8799 6673