

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

二季度沥青盘面裂解利润预计将按季节性被压缩

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

当前市场面临的是弱需求，高社会库存，中高炼厂库存，高利润，开工率已回升至正常季节性区间。受利润刺激，开工率有继续提升的意愿，提升程度受库容限制。

往年的二季度（部分季节性图见前文），我们观察到沥青生产方案理论裂解利润走弱，沥青现货裂解价差走弱，沥青 06 合约与 Brent08 合约比价走弱，雨水天气变多，社会库存持稳或小幅上升，华东炼厂库存上升，山东炼厂库存先升后降，整体开工率下行。对应的逻辑是：终端需求释放有限，社会库存和炼厂库存累积，库容的限制倒逼炼厂降负荷以及降价（压缩利润）。当前并未观察到有逆季节性的迹象，因此我们预计沥青现货利润及盘面裂解利润仍将按照季节性被压缩。

另外，当前不管是盘面还是现货，单边抄底情绪都非常浓重，市场须警惕一致性预期不能兑现的风险。

■ 核心观点

- 中国是全球最主要的沥青生产和消费国
- 2019 年中国沥青对外依存度 11%，供需由国内主导
- 原料供应多样化
- 利润驱动产量的变化
- 低硫船燃生产分流沥青产能
- 沥青开工率回升至正常季节性区间
- 真实需求——疫情导致施工节奏延后
- 真实需求——雨水天气来临，客观上限制路面铺设
- 投机需求——社会库存接近历史高位，库容承接能力有限
- 评价边际供需的指标——炼厂库存
- 沥青行情展望

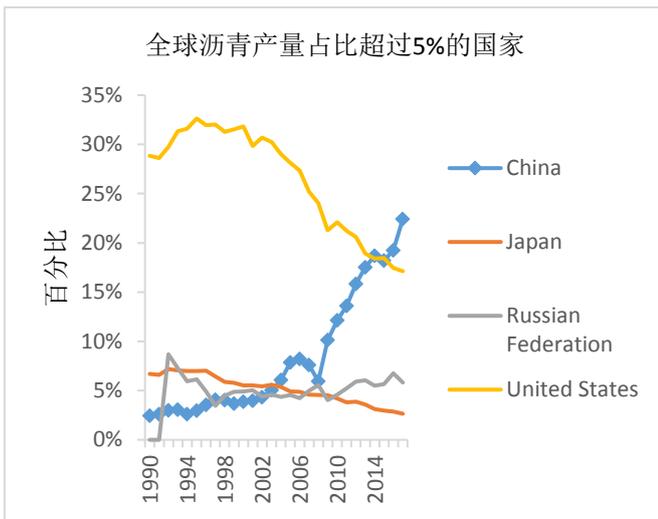
目 录

1. 中国是全球最主要的沥青生产和消费国	1
2. 2019 年中国沥青对外依存度 11%，供需由国内主导	2
3. 供应	3
3.1 原料供应多样化	3
3.2 利润驱动产量的变化	4
3.3 低硫船燃生产分流沥青产能	5
3.4 沥青开工率回升至正常季节性区间	7
4. 需求	7
4.1 真实需求——疫情导致施工节奏延后	7
4.2 真实需求——雨水天气来临，客观上限制路面铺设	8
4.3 投机需求——社会库存接近历史高位，库容承接能力有限	9
5. 评价边际供需的指标——炼厂库存	9
6. 成本	10
7. 沥青行情展望	11
免责声明	12

1. 中国是全球最主要的沥青生产和消费国

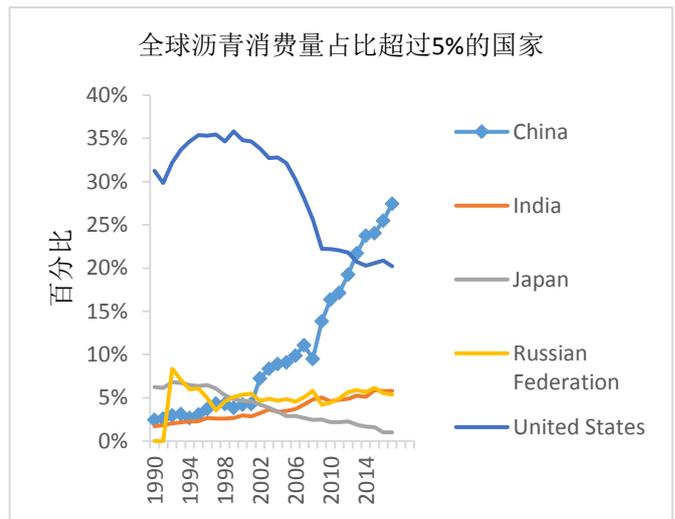
根据 UNDATA，截至 2017 年，中国的沥青产量占全球 22%，消费量占全球 27%，进口量占全球 23%，净进口量也一枝独秀。中国是全球最主要的沥青生产和消费国。

图 1.1：全球沥青产量占比超过 5% 的国家



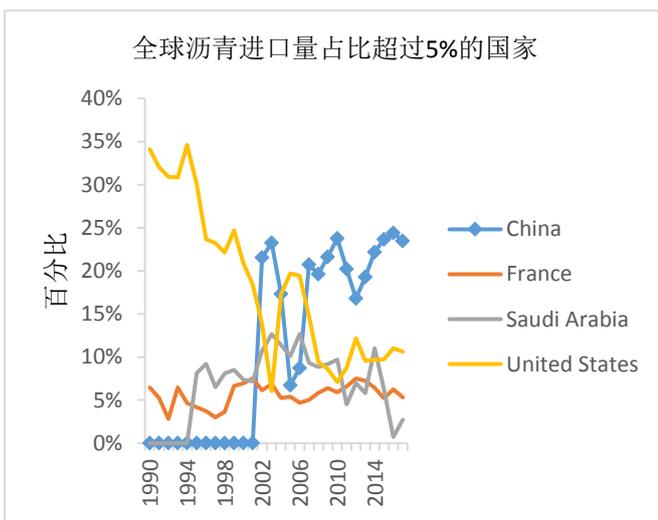
资料来源：UNDATA，一德期货

图 1.2：全球沥青消费量占比超过 5% 的国家



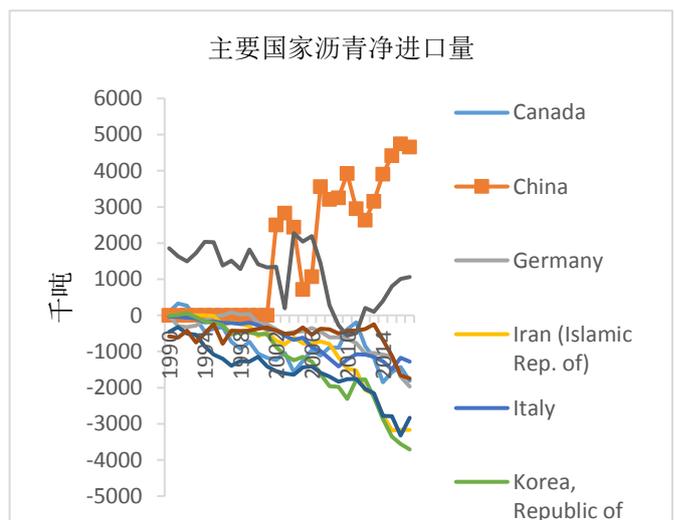
资料来源：UNDATA，一德期货

图 1.3：全球沥青进口量占比超过 5% 的国家



资料来源：UNDATA，一德期货

图 1.4：主要国家沥青净进口量

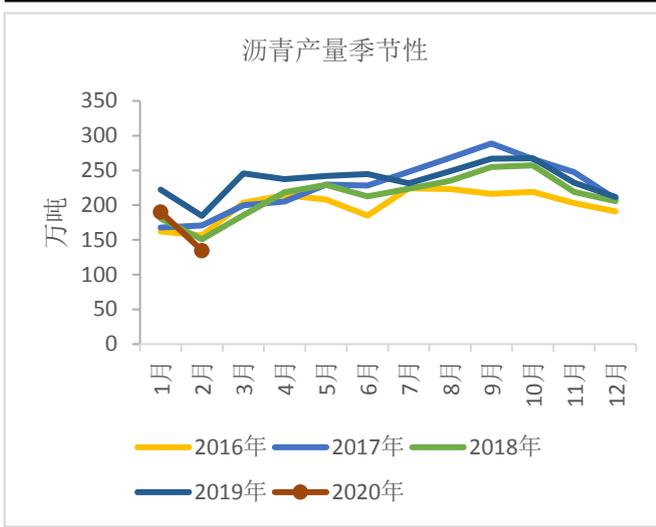


资料来源：UNDATA，一德期货

2. 2019年中国沥青对外依存度11%，供需由国内主导

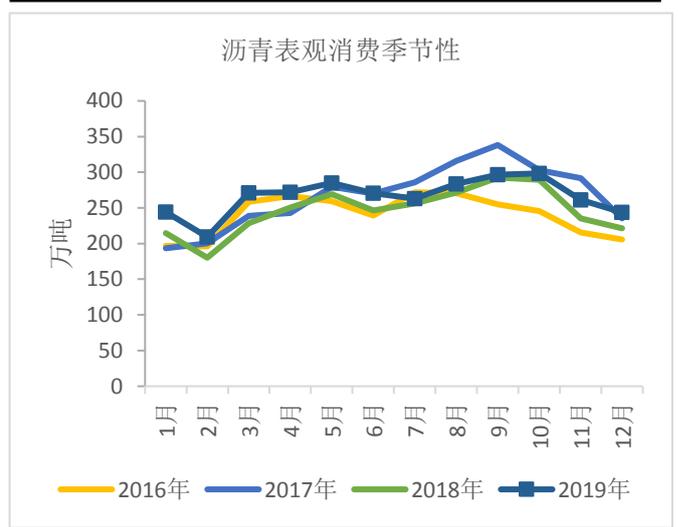
目前中国的沥青需求主要由国内产量满足，近年来对外依存度呈下降趋势，2019年沥青对外依存度仅为11%。
进口沥青来源国以韩国、新加坡、马来西亚为主。

图 2.1：沥青产量季节性



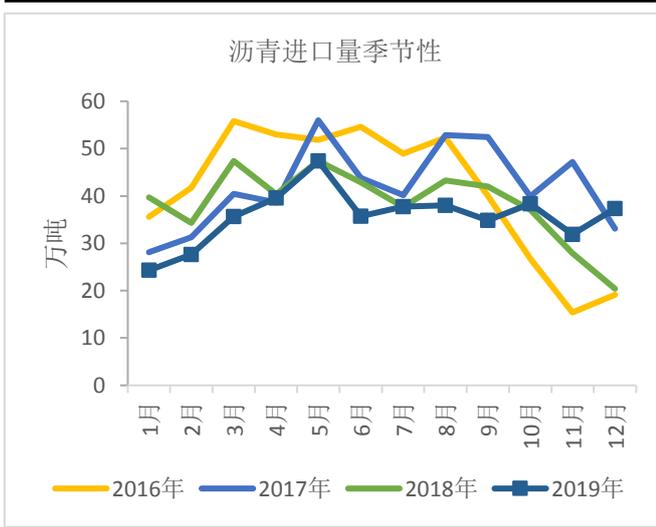
资料来源：百川，一德期货

图 2.2：沥青表观消费季节性



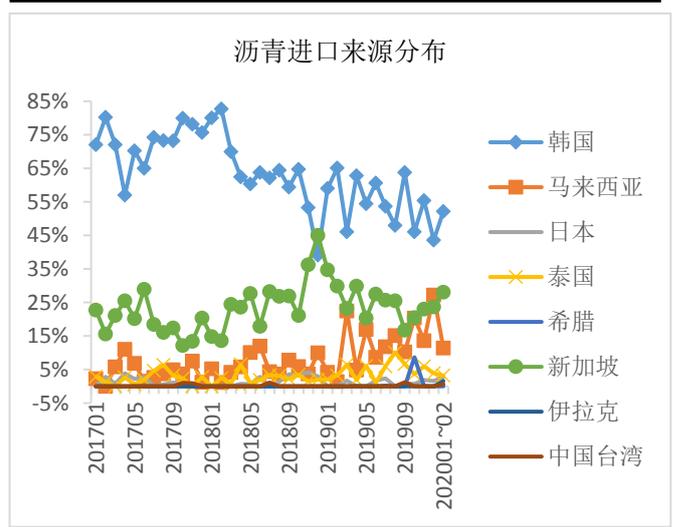
资料来源：百川，wind，一德期货

图 2.3：沥青进口量季节性



资料来源 wind，一德期货

图 2.4：沥青进口来源分布



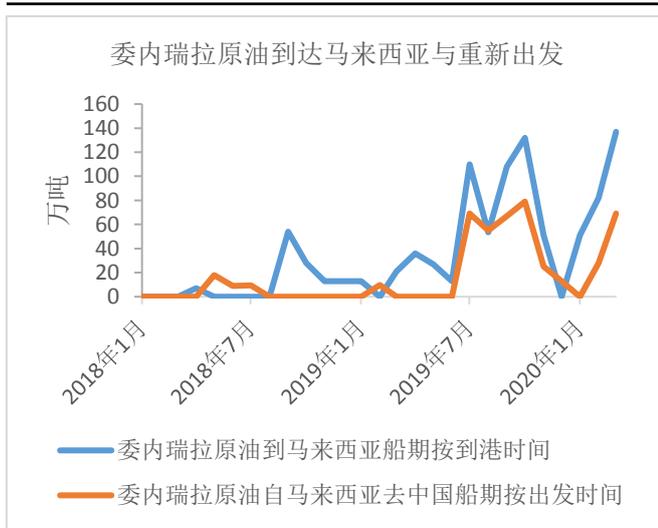
资料来源：海关，一德期货

3. 供应

3.1 原料供应多样化

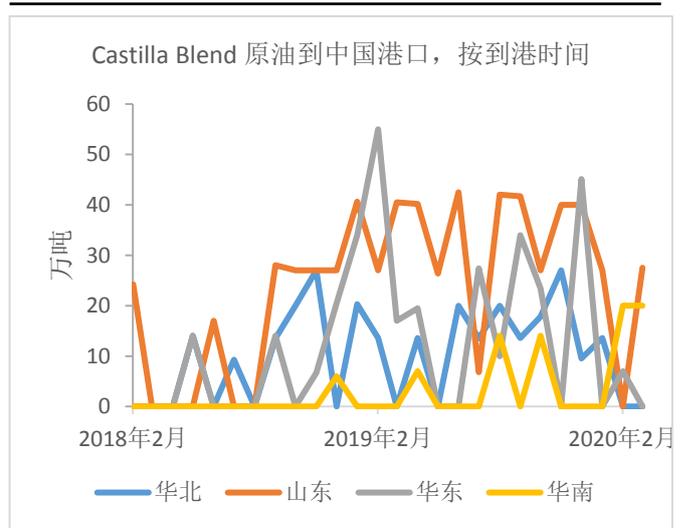
2月18日美国宣布制裁俄石油子公司 Rosneft Trading SA，因其持续与已被制裁的 PDVSA 进行油品交易，制裁缓冲期为 90 天（<https://www.spglobal.com/platts/en/market-insights/latest-news/oil/021820-us-sanctions-rosneft-trading-for-concealing-oil-trades-with-venezuela>）。3月12日，美国宣布制裁俄石油子公司 TNK Trading International（<https://www.spglobal.com/platts/en/market-insights/latest-news/oil/031220-us-sanctions-rosneft-affiliate-tnk-trading-for-venezuelan-crude-trade>）。定性来讲，制裁将会影响沥青原料的供应，但影响程度不宜过高估，近几年原料紧张的传言频出，有时是炒作有时是事实，我们能看到最终市场有自己的办法来解决和平衡。另外，沥青原料逐渐多样化，对于委内瑞拉原油的依赖度在降低。

图 3.1：委内瑞拉原油到达马来西亚与重新出发



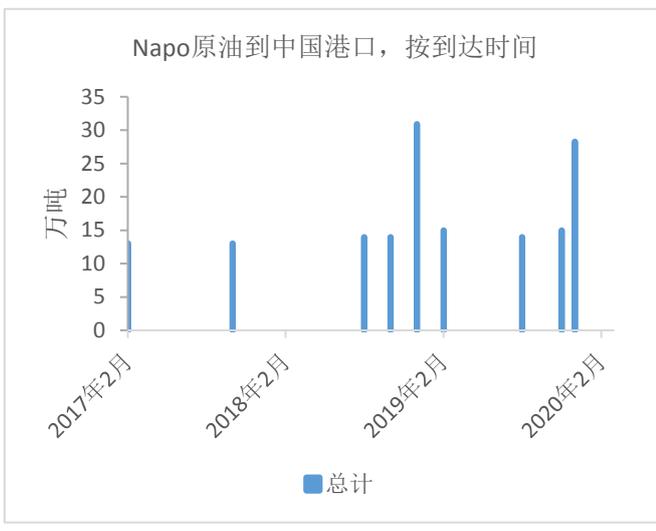
资料来源：路透，一德期货

图 3.2：Castilla Blend 原油到中国港口，按到港时间



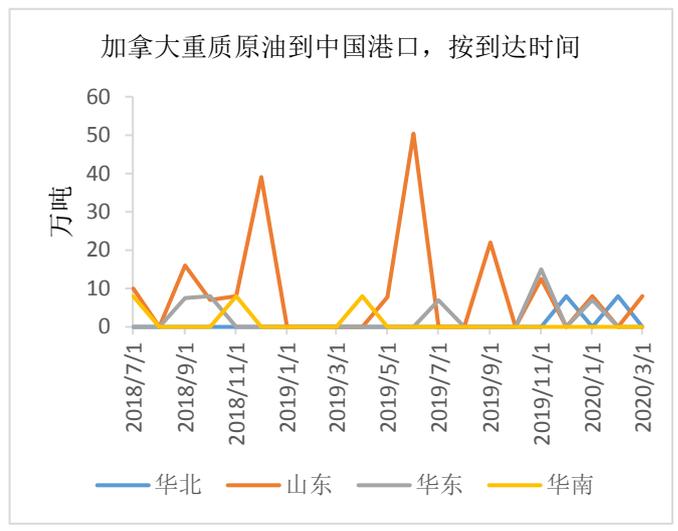
资料来源：路透，一德期货

图 3.3: Napo 原油到中国港口, 按到达时间



资料来源: 路透, 一德期货

图 3.4: 加拿大重质原油到中国港口, 按到达时间

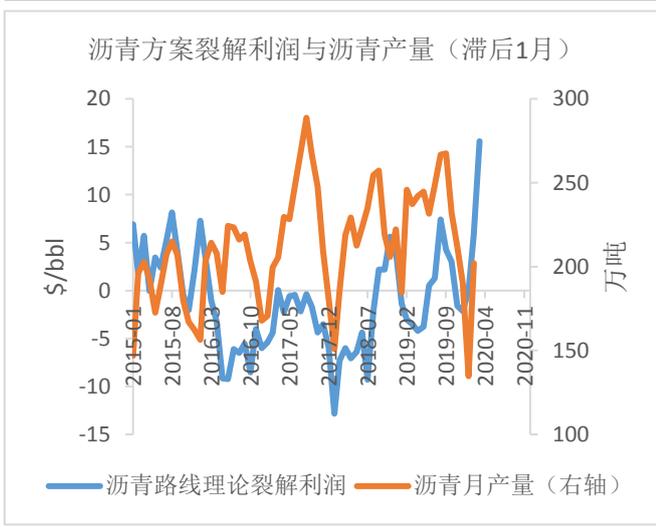


资料来源: 路透, 一德期货

3.2 利润驱动产量的变化

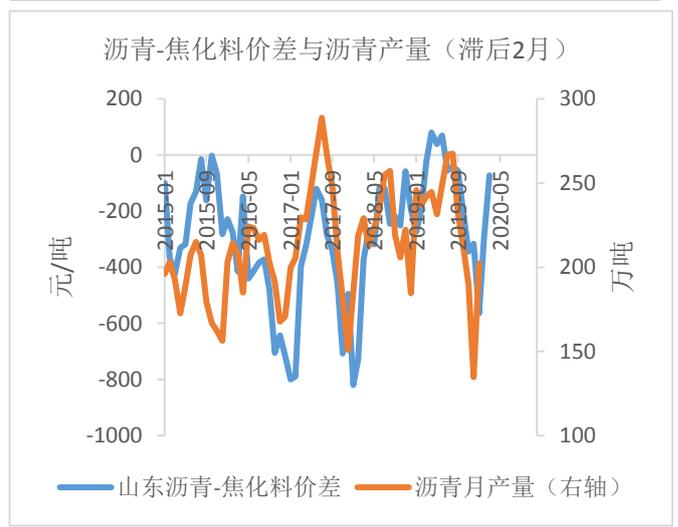
沥青方案裂解利润、沥青-焦化料价差均会对沥青产量产生影响, 其中后者与沥青产量的相关性更为明显。另外, 近期主要油种生产沥青的理论裂解利润均处于历史区间中上部, 表明生产沥青的效益还是不错的。

图 3.5: 沥青方案裂解利润与沥青产量 (滞后 1 月)



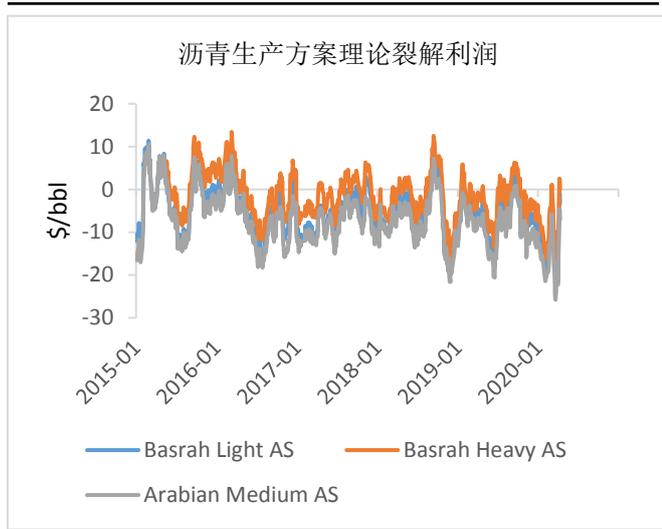
资料来源: 卓创, wind, 一德期货

图 3.6: 沥青-焦化料价差与沥青产量 (滞后 2 月)



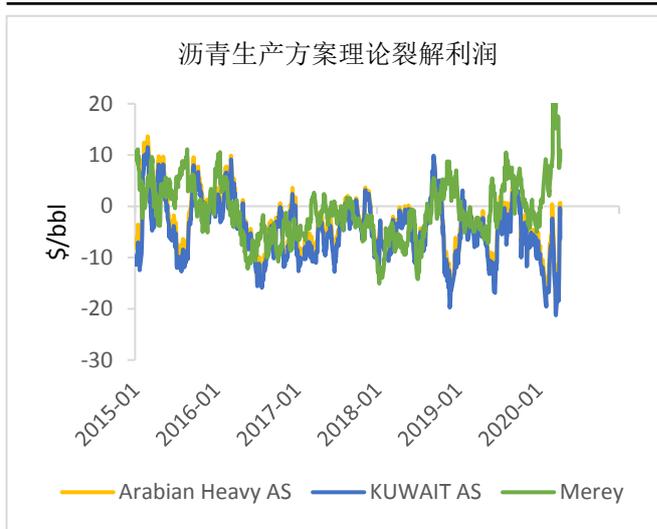
资料来源: 卓创, wind, 一德期货

图 3.7：沥青生产方案理论裂解利润



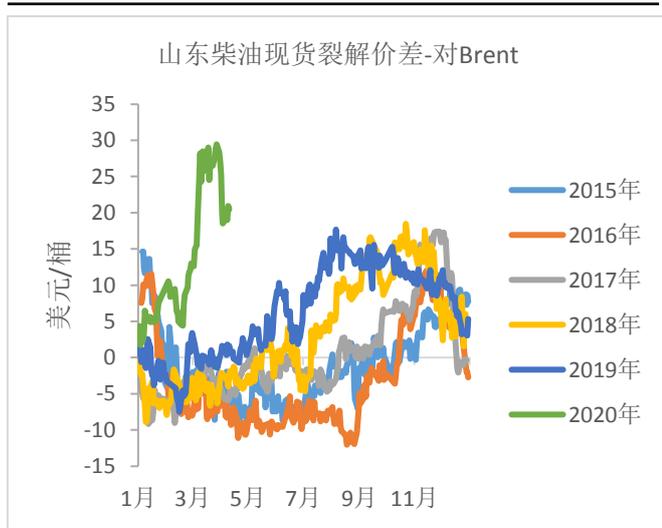
资料来源：卓创，wind，路透，一德期货

图 3.8：沥青生产方案理论裂解利润



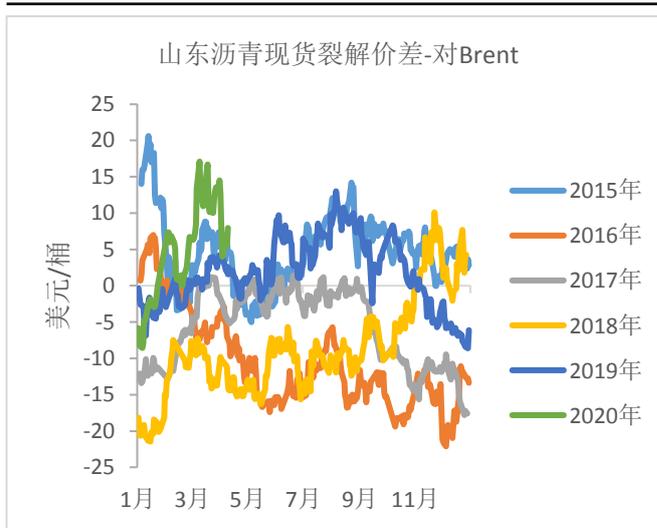
资料来源：卓创，wind，路透，一德期货

图 3.9：山东柴油现货裂解价差-对 Brent



资料来源：卓创，wind，路透，一德期货

图 3.10：山东沥青现货裂解价差-对 Brent



资料来源：卓创，wind，路透，一德期货

3.3 低硫船燃生产分流沥青产能

去年以来，国内炼厂陆续试生产低硫船燃，详细情况如下表所示，其中，齐鲁石化、茂名石化、辽河石化的低硫船燃已实现量产，而这几家炼厂本是生产沥青的主力炼厂，低硫船燃生产将会分流沥青产能。不过，更多的炼厂尚处于改造过程中，或者仅仅完成试生产，因此产能释放需要时间。待项目改造完成后，预计炼厂将根据经济性来决定生产方案，从沥青、焦化料、低硫船燃中做出选择。

表 不同企业的低硫船燃生产情况 2020 年 4 月 8 日更新表格内容

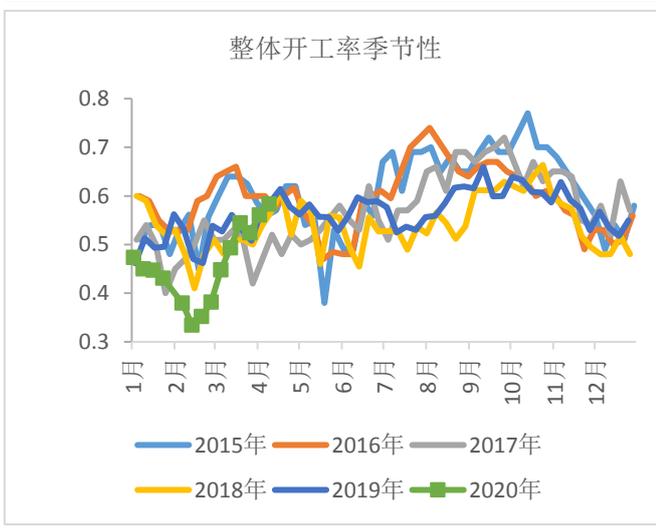
生产企业	生产工艺	产能
齐鲁石化	调和	100 万吨/年，一期 30 万吨/年 二期地质勘探完成，待土建设计 3 月计划产量 3 万吨
茂名石化	调和（减压渣油、催化油浆、催化柴油、加氢尾油）	100 万吨/年 3 月低硫 RMG180 产量 7 万吨
镇海炼化		20 万吨/年（临时设施项目） 改造鹤位后装车能力 115 吨/小时
青岛石化	调和（减压渣油、催化油浆、催化柴油、直馏柴油）	
上海石化	加氢精制	
金陵石化	加氢精制，调和	低硫船用燃料油项目在建
九江石化	调和（柴油）	MGO
海南炼化		
广州石化	调和（渣油、柴油）	
高桥石化	调和（渣油）	月产能近 5 万吨
湛江东兴		
辽阳石化	调和（催化油浆、加氢尾油）	每月出口 2 万吨
辽河石化	直馏（辽河原油的原料优势）	10 万吨/年扩至 100 万吨/年 2019 年 12 月项目施工中 2 月产量 5 万吨左右 2020 年产量将达 86 万吨
大连石化	调和（催化油浆、加氢尾油）	
锦西石化	调和（减压渣油、催化油浆、催化柴油、焦化蜡油）	项目改造中，完成后 70 万吨/年
大连西太	调和	
长庆石化		
锦州石化	调和	
舟山石化		
惠州石化		
浙石化		2 月产量 6 万吨左右
清沂山石化		清源集团、中船燃、青岛港就船用燃料油联合经营出口达成意向

资料来源：公开信息，一德期货

3.4 沥青开工率回升至正常季节性区间

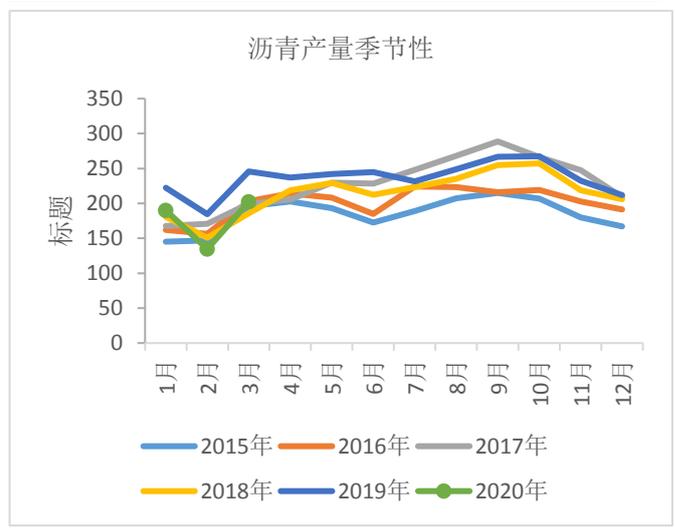
复工复产的有序进行叠加生产利润的刺激，沥青开工率稳步回升中。

图 3.11：整体开工率季节性



资料来源：卓创，一德期货

图 3.12：沥青产量季节性



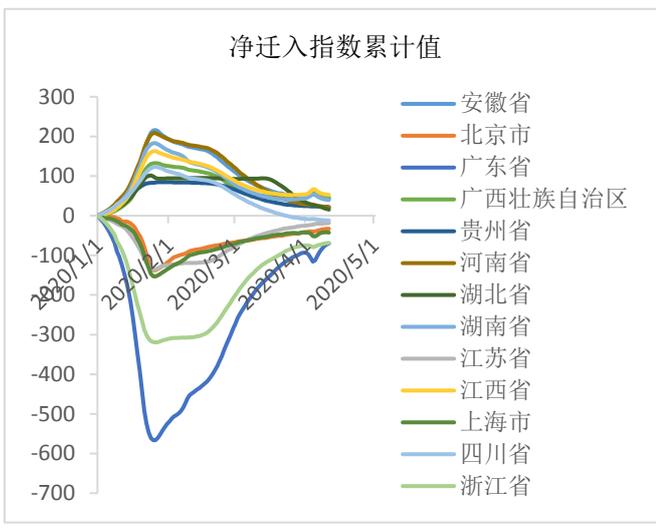
资料来源：百川，一德期货

4. 需求

4.1 真实需求——疫情导致施工节奏延后

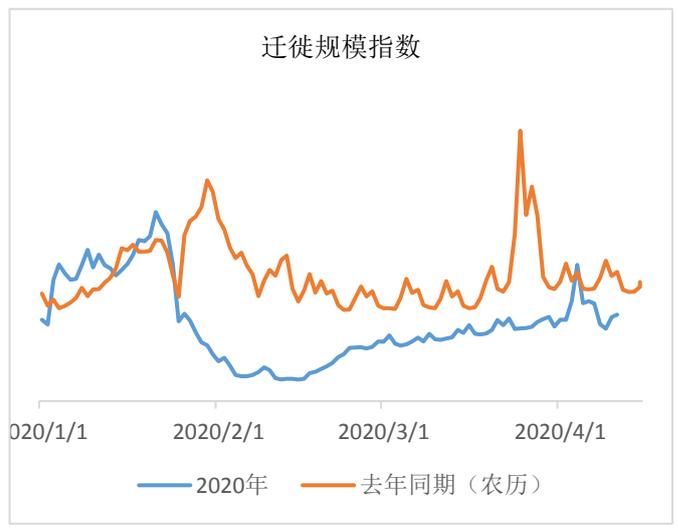
疫情期间的封锁措施使得人口迁徙速度放缓，当前迁徙规模逐渐恢复，约有九成民众已回到了常住地，前期限制复工复产的劳动力因素已接近正常水平。往年春节后温度适宜的地区开始恢复施工，今年施工恢复节奏延后，保守估计延迟一个月左右。2020年1-2月公路建设固定资产投资完成额为1071亿，不及2018年及2019年同期的一半，侧面印证了修路活动的停滞。

图 4.1：净迁入指数累计值



资料来源：百度迁徙，一德期货

图 4.2：迁徙规模指数

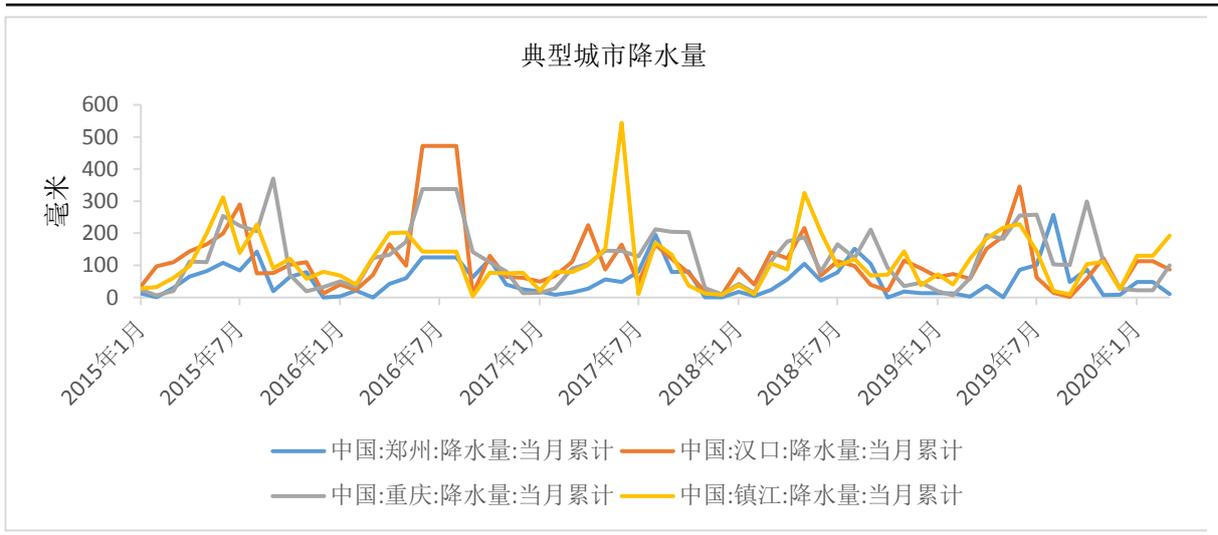


资料来源：百度迁徙，一德期货

4.2 真实需求——雨水天气来临，客观上限制路面铺设

二季度开始进入降水较为集中的时期，南北降水高峰时期分化，但都会出现降水高峰，客观上限制路面铺设。

图 4.3：典型城市降水量

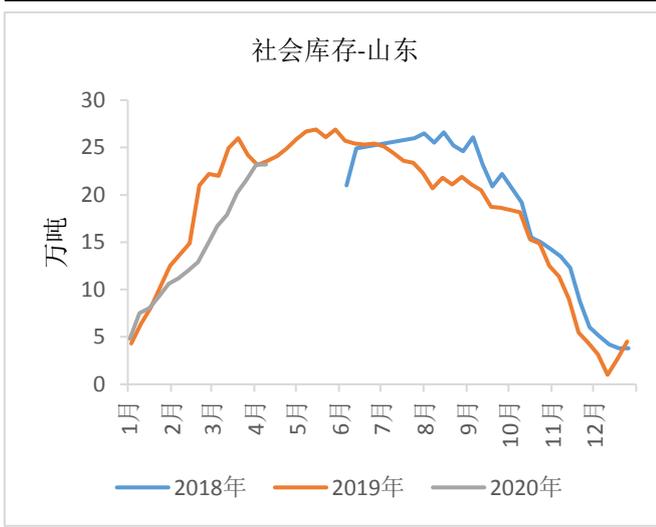


资料来源：wind，一德期货

4.3 投机需求——社会库存接近历史高位，库容承接能力有限

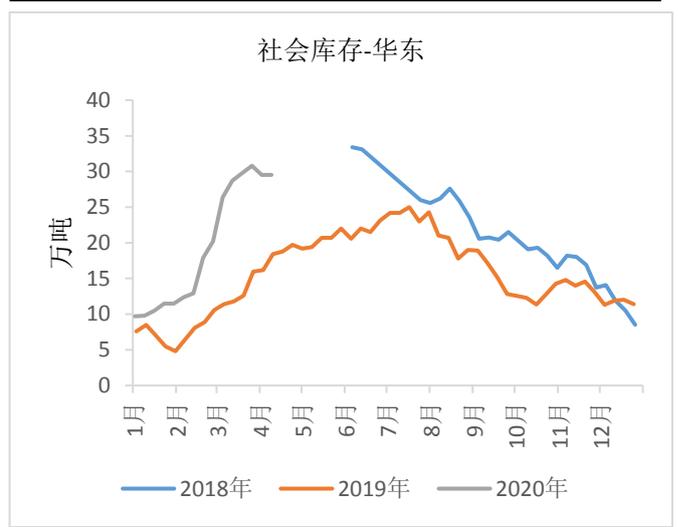
当前社会库存已接近历史高位，库容有限。据悉近期炼厂货源以去往终端用户库容为主，这是对于未来真实需求的透支。

图 4.4：社会库存-山东



资料来源：隆众，一德期货

图 4.5：社会库存-华东

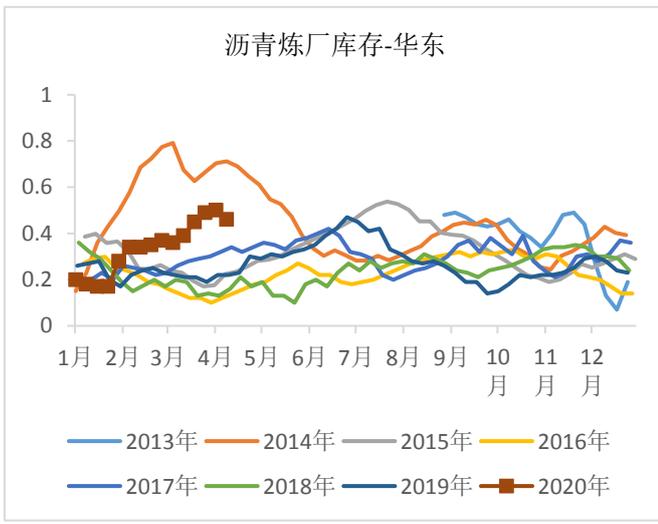


资料来源：隆众，一德期货

5. 评价边际供需的指标——炼厂库存

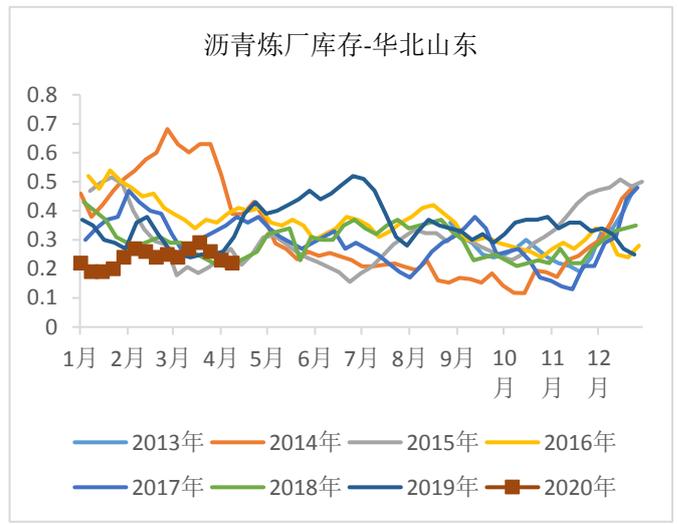
从季节性来看，4-7月是华东累库期，4-5月是山东累库期。从农历季节性来看，华东接下来有8周左右的累库期，山东累库期接近尾声。当前华东炼厂库存已达到了往年夏天的高位，压力相对较大；山东炼厂库存处于季节性低位，压力不大。考虑到施工节奏的后移，对于第二季度的库存水平难言乐观。

图 5.1：沥青炼厂库存-华东



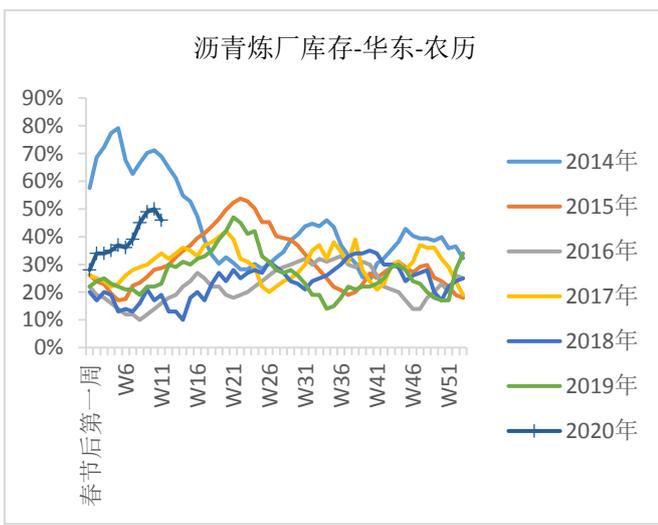
资料来源：百川，一德期货

图 5.2：沥青炼厂库存-华北山东



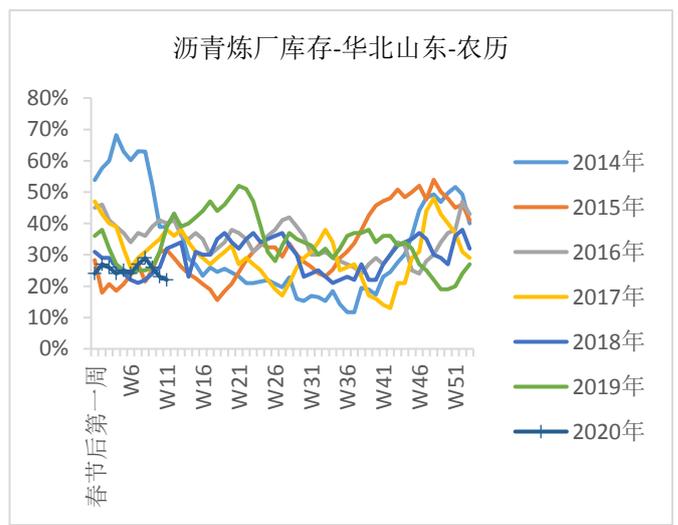
资料来源：百川，一德期货

图 5.3：沥青炼厂库存-华东-农历



资料来源：百川，一德期货

图 5.4：沥青炼厂库存-华北山东-农历



资料来源：百川，一德期货

6. 成本

原油分析详见原油季报。

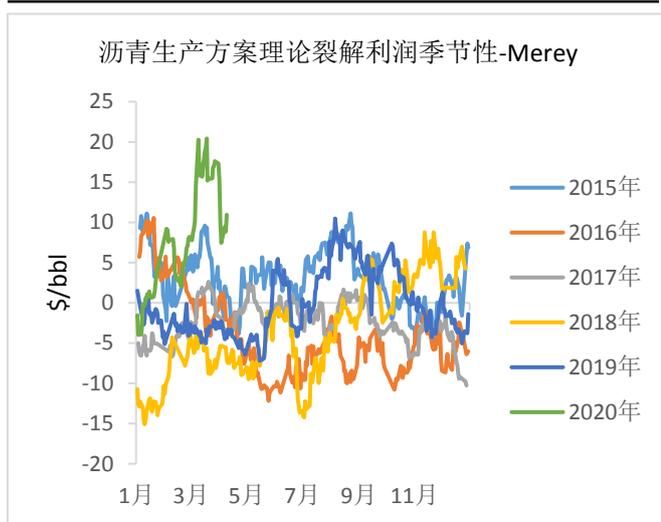
7. 沥青行情展望

当前市场面临的是弱需求，高社会库存，中高炼厂库存，高利润，开工率已回升至正常季节性区间。受利润刺激，开工率有继续提升的意愿，提升程度受库容限制。

往年的二季度（部分季节性图见前文），我们观察到沥青生产方案理论裂解利润走弱，沥青现货裂解价差走弱，沥青 06 合约与 Brent08 合约比价走弱，雨水天气变多，社会库存持稳或小幅上升，华东炼厂库存上升，山东炼厂库存先升后降，整体开工率下行。对应的逻辑是：终端需求释放有限，社会库存和炼厂库存累积，库容的限制倒逼炼厂降负荷以及降价（压缩利润）。当前并未观察到有逆季节性的迹象，因此我们预计沥青现货利润及盘面裂解利润仍将按照季节性被压缩。

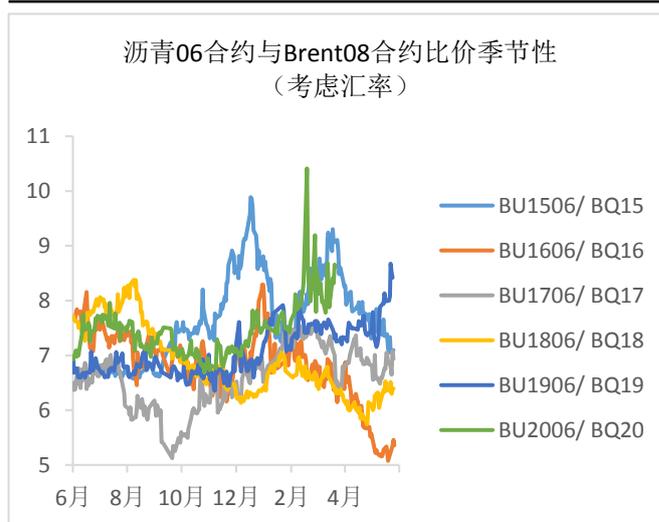
另外，当前不管是盘面还是现货，单边抄底情绪都非常浓重，市场须警惕一致性预期不能兑现的风险。

图 7.1：沥青生产方案理论裂解利润季节性-Merex



资料来源：卓创，wind，路透，一德期货

图 7.2：沥青 06 合约与 Brent08 合约比价季节性（考虑汇率）



资料来源：wind，一德期货

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