

一诺千金·德厚载富

Investment report of futures market 2020

# 2020年度 期货市场 投资报告

冬储驱动沥青裂解利润上升，不宜空配

王佳瑶，从业资格证号：F3016773、投资咨询从业证书号：Z0013294

2019. 12. 13

## 品种年报——沥青

### 冬储驱动沥青裂解利润上升，不宜空配

#### 王佳瑶

能化品分析师

wangjiayao2015@163.com

一德能化事业部

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

当前而言，山东炼厂开工率在低位，炼厂库存压力可控，价格难以继续下跌，随着冬储临近，现货价格越来越接近阶段性底部，而根据沥青/原油比价季节性，每年在冬储前后均会出现一波比价上行的行情，因此我们建议布局多沥青空原油策略，不建议去空沥青。

#### 核心观点

- 委内瑞拉原油转为间接供应为主
- 其他替代原料
- 沥青新增产能有限
- 利润驱动产量的变化
- IMO2020 的影响
- 沥青进口量仍在历史区间内
- 预计 2020 年公路投资将达 2.1 万亿
- 资金到位情况影响需求节奏
- 社会库上半年发挥蓄水池的作用
- 表征边际供需的重要指标——炼厂库存

# 目录

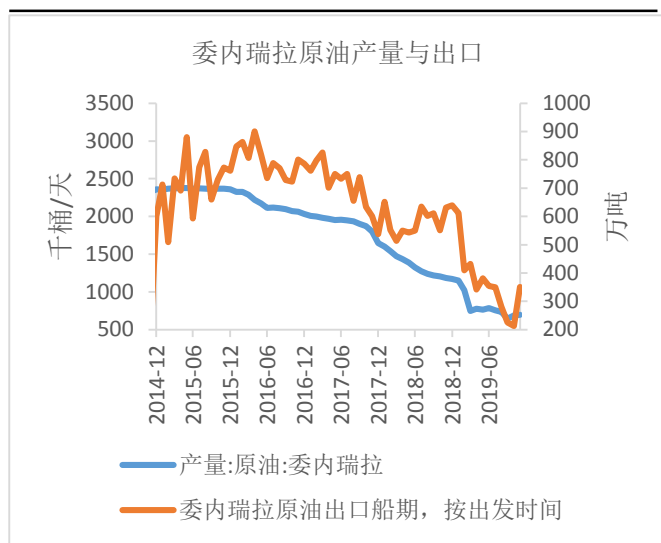
1. 原料 .....	3
1.1 委内瑞拉原油转为间接供应为主 .....	3
1.2 其他替代原料 .....	4
2. 供应 .....	5
2.1 沥青新增产能有限 .....	5
2.2 利润驱动产量的变化 .....	6
2.3 IMO2020 的影响 .....	6
2.4 沥青进口量仍在历史区间内 .....	7
3. 需求 .....	8
3.1 预计 2020 年公路投资将达 2.1 万亿 .....	8
3.2 资金到位情况影响需求节奏 .....	9
4. 库存 .....	10
4.1 社会库上半年发挥蓄水池的作用 .....	10
4.2 表征边际供需的重要指标——炼厂库存 .....	10
5. 成本（原油分析详见原油年报） .....	11
6. 沥青行情展望 .....	11
免责声明 .....	0

## 1. 原料

### 1.1 委内瑞拉原油转为间接供应为主

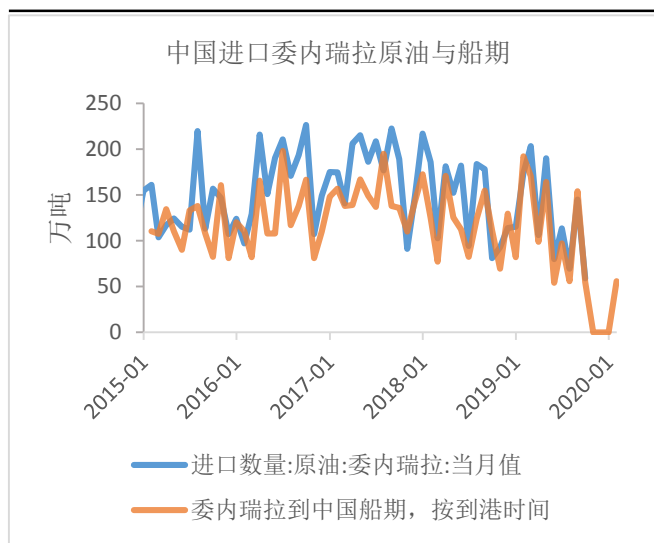
2016 年起委内瑞拉原油产量和出口量双双开始下降。据路透船期数据，2019 年 8 月至 10 月，未曾观察到有船只从委内瑞拉装载原油之后直达中国，而同期前往马来西亚的船只增加，这些船只在马来西亚短暂停留之后继续前往中国，由此中国自马来西亚进口的原油数量增加。

图 1.1：委内瑞拉原油产量与出口



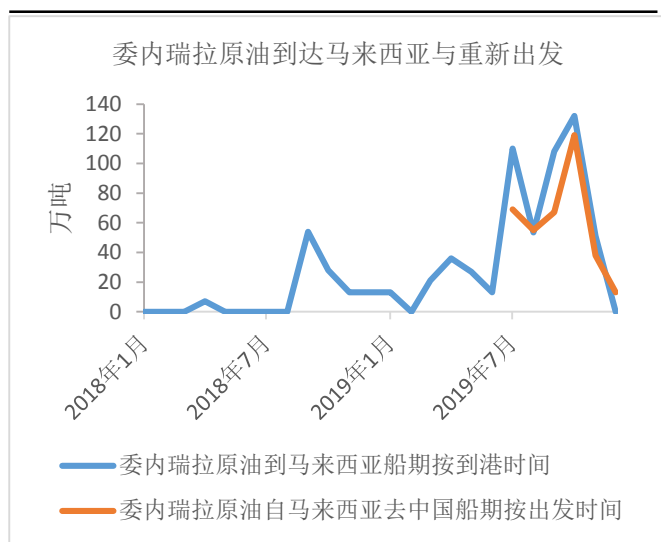
资料来源：wind，路透，一德期货

图 1.2：中国进口委内瑞拉原油与船期



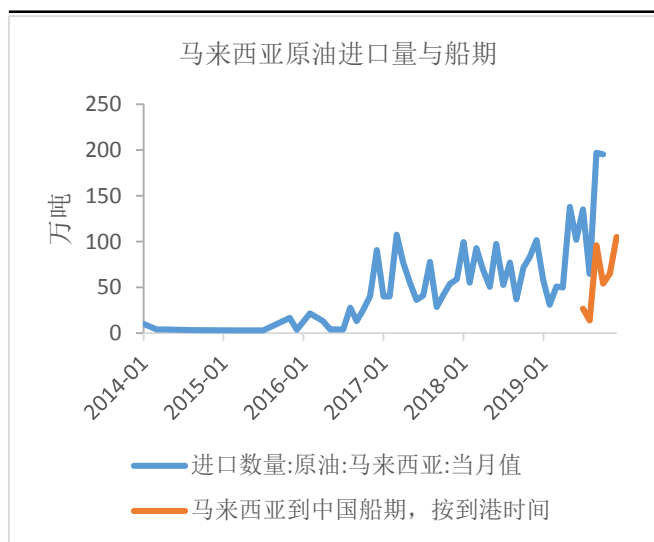
资料来源：wind，路透，一德期货

图 1.3：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 1.4：马来西亚原油进口量与船期



资料来源：wind，路透，一德期货

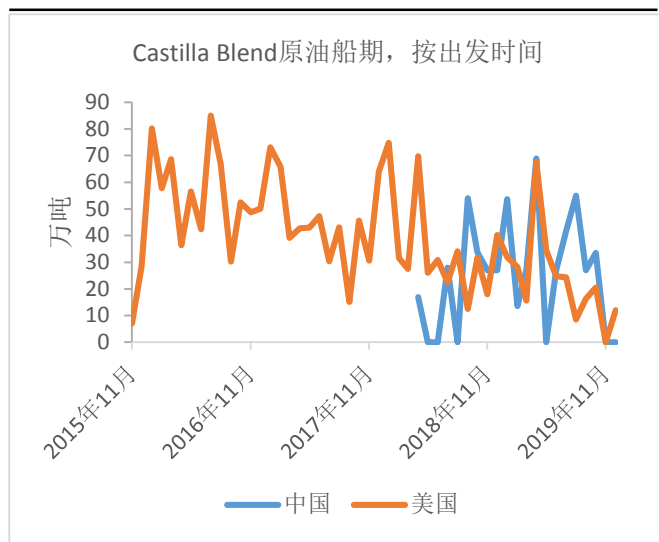
目前可观察到 2019 年 11 月和 12 月分别有一条油轮从委内瑞拉出发，目的地为中国，预计

到港时间均为 2020 年 1 月。

## 1.2 其他替代原料

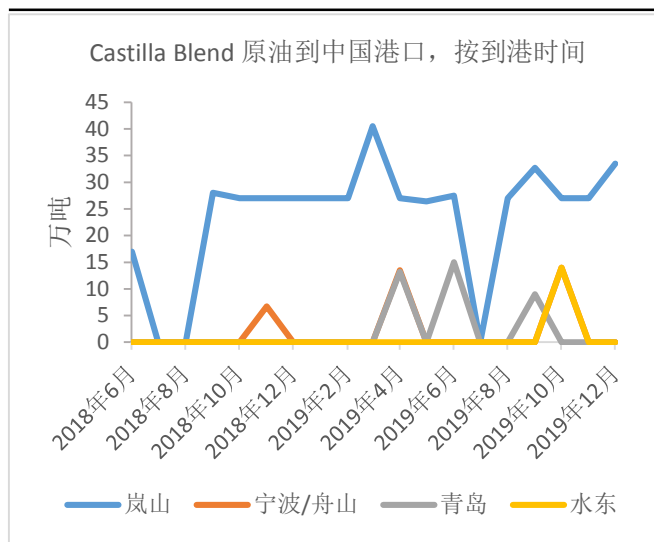
Castilla Blend, 该原油主要出口到中国和美国, 其中自 2018 年起开始向中国出口, 主要到达岚山港, 山东炼厂使用为主。

图 1.5: Castilla Blend 原油船期, 按出发时间



资料来源: 路透, 一德期货

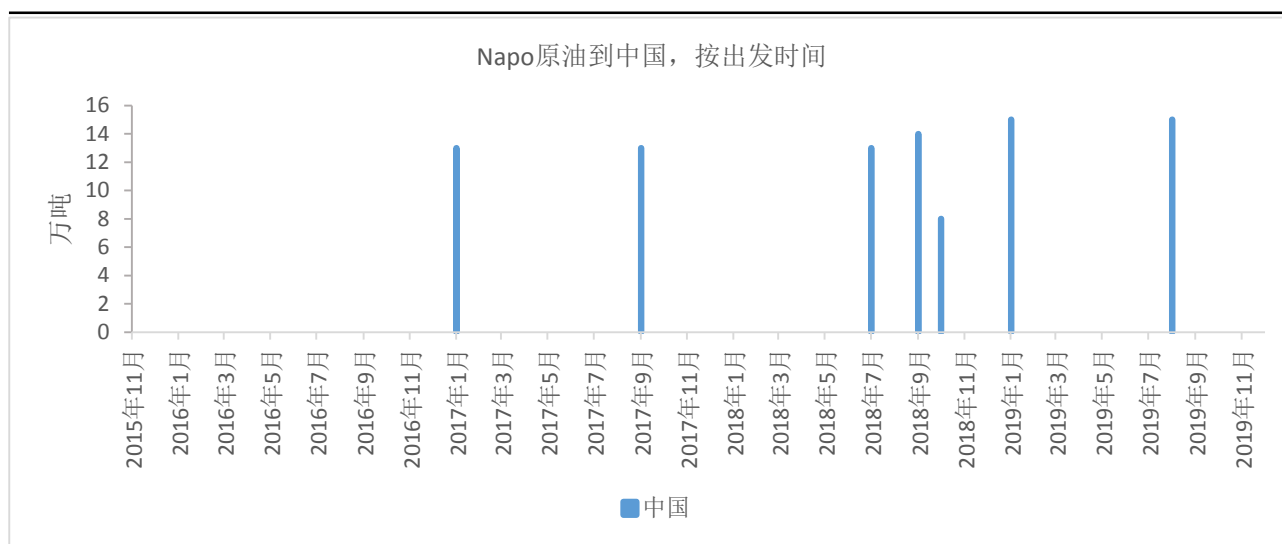
图 1.6: Castilla Blend 原油到中国港口, 按到港时间



资料来源: 路透, 一德期货

Napo, 该原油目前出口到中国量较少。

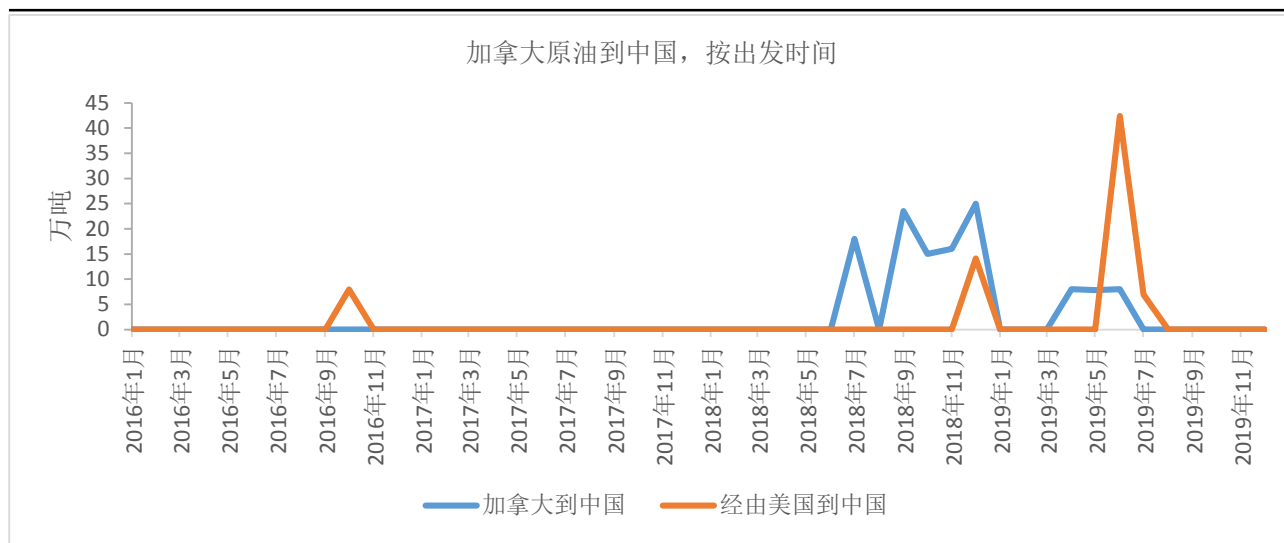
图 1.7: Napo 原油到中国, 按出发时间



资料来源: 路透, 一德期货

加拿大重质原油, 到中国的量不稳定, 以 Cold Lake 原油为主。受加拿大出口能力限制, 有时会经由美湾装船出口。

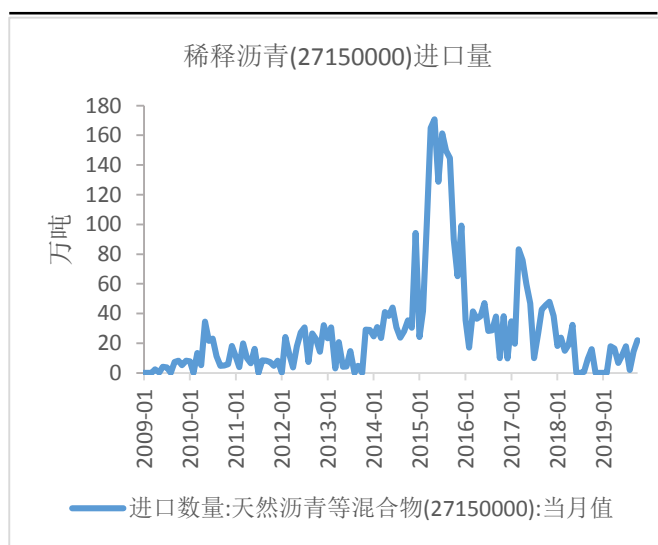
图 1.8: 加拿大原油到中国, 按出发时间



资料来源: 路透, 一德期货

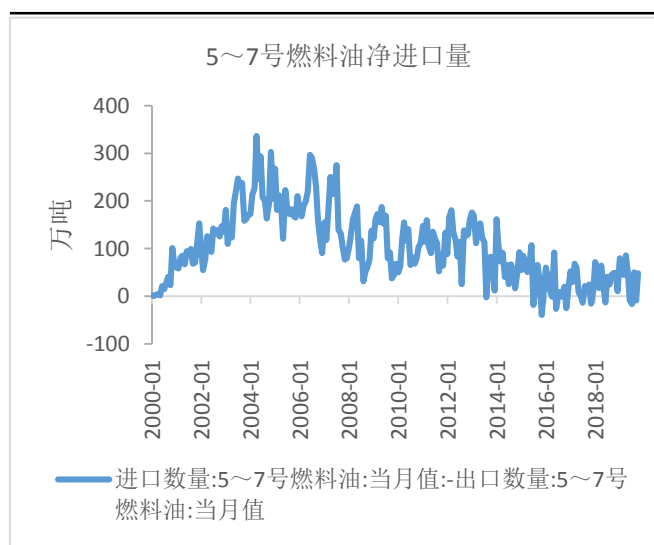
目前尚未看到稀释沥青进口量、燃料油净进口量有明显的增加。

图 1.9: 稀释沥青 (27150000) 进口量



资料来源: wind, 一德期货

图 1.10: 5~7号燃料油净进口量



资料来源: wind, 一德期货

## 2. 供应

### 2.1 沥青新增产能有限

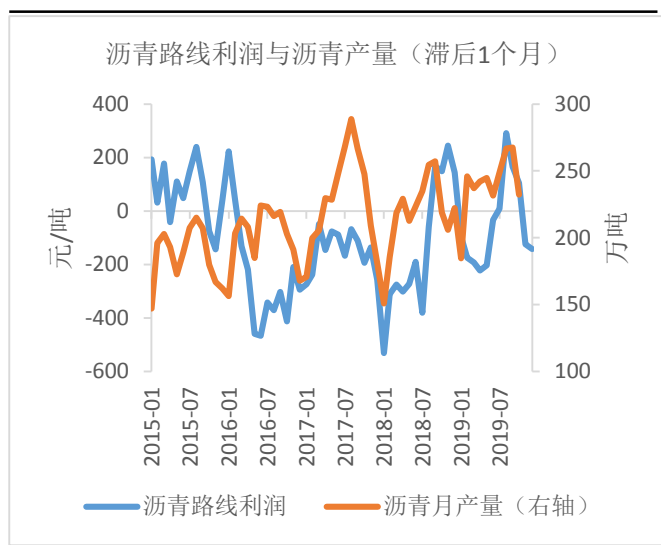
据隆众资讯, 截至 2019 年 10 月我国沥青产能为 5523 万吨。11 月汇丰石化开始生产沥青,

日产 1000 吨。山东高速海南发展有限公司的沥青产能可能延迟至 2020 年投产，从其官网获知其常减压装置原料处理量为 300 万吨/年，该装置以马瑞原油和某重油的混合油为原料，主要生产 200 万吨/年的重交沥青和约 30 万吨/年的润滑油。

## 2.2 利润驱动产量的变化

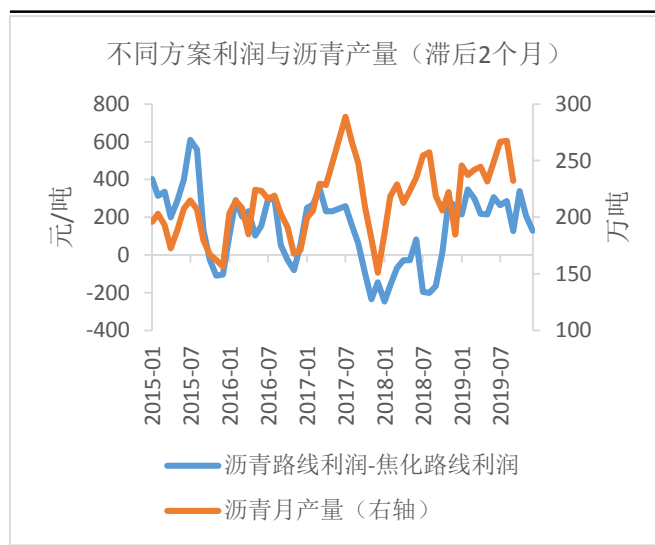
沥青路线利润、不同生产方案的利润差值均会对沥青产量产生影响，其中后者与沥青产量的相关性更为明显。

图 2.1: 沥青路线利润与沥青产量（滞后 1 个月）



资料来源：百川，卓创，wind，一德期货

图 2.2: 不同方案利润与沥青产量（滞后 2 个月）



资料来源：百川，wind，一德期货

## 2.3 IMO2020 的影响

为应对 IMO2020 船燃新规，国内炼厂纷纷行动。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](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](http://www.sohu.com/a/325052757_99902541)）。通过搜集公开资料，汇总各炼厂情况如表所示。其中部分炼厂尚处于试生产或装置改造阶段，国产低硫船燃放量生产仍需时日，因此对于炼厂生产状况的影响预计也将是循序渐进的。从资料调研情况来看，调和为生产低硫船燃的主要工艺，调和组分包括减压渣油、加氢尾油、催化油浆、催化柴油、直馏柴油。其中，与沥青产生直接竞争的调和组分是减压渣油，这种竞争可能通过两种途径实现，一是原本以沥青成品名义外卖的渣油直接转去做船燃（或调和组分），例如辽河石化；二是炼厂为了生产直馏低硫渣油，或者为了使直馏渣油能够满足加氢精制装置的进料要求，更换原油加工品种，从而不能生产沥青。

另外，国外二次加工能力和脱硫能力不足的炼厂所产的高硫渣油可能会成为沥青调和组分，不论是以沥青成品名义还是以高硫渣油名义进入中国，这都可能增加沥青供应，尤其是非标沥青市场的供应。

表 1 不同企业的低硫船燃生产情况

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
茂名石化	调和（加氢尾油、减压渣油、催化油浆、催化柴油）	100 万吨/年
镇海炼化		20 万吨/年（临时设施项目）
青岛石化	调和（减压渣油、催化柴油、催化油浆、直馏柴油）	
上海石化	加氢精制	
金陵石化	加氢精制，调和	
九江石化	调和（柴油）	MGO
海南炼化		
辽阳石化	调和（催化油浆、加氢尾油）	
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
大连石化	调和（催化油浆、加氢尾油）	
锦西石化		
大连西太	调和	

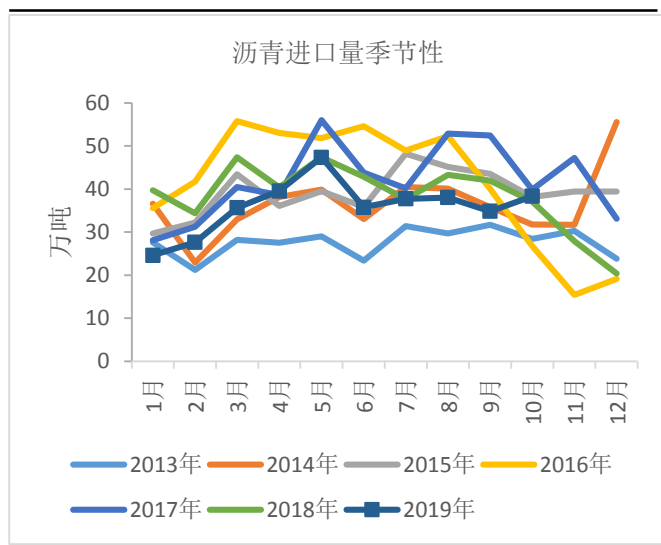
资料来源：公开资料收集

## 2.4 沥青进口量仍在历史区间内

今年的沥青进口量处于历史区间内，并且韩国进口量占我国总进口量的比重有所下降，需要观察后续有没有新增并且稳定的进口来源出现。

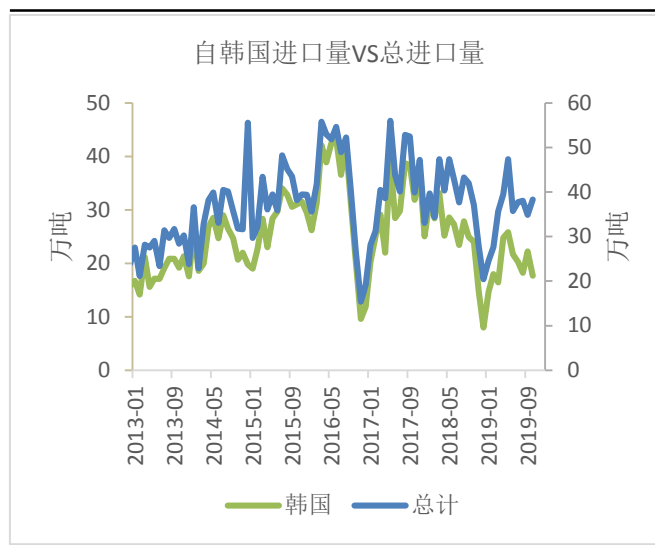


图 2.3: 沥青进口量季节性



资料来源: wind, 一德期货

图 2.4: 自韩国进口量 VS 总进口量



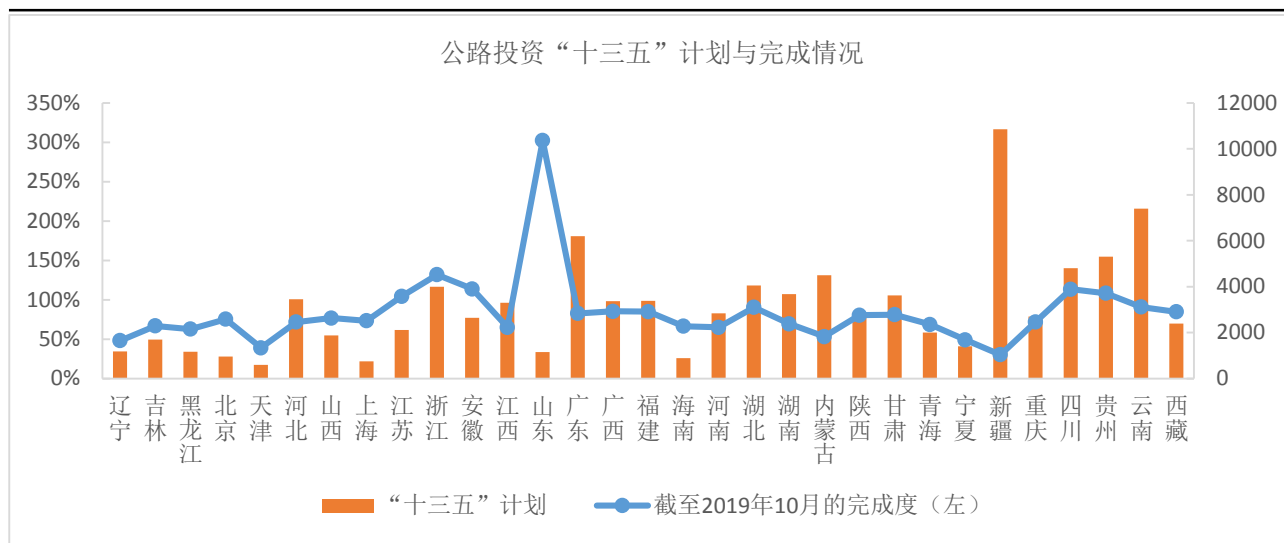
资料来源: wind, 一德期货

### 3. 需求

#### 3.1 预计 2020 年公路投资将达 2.1 万亿

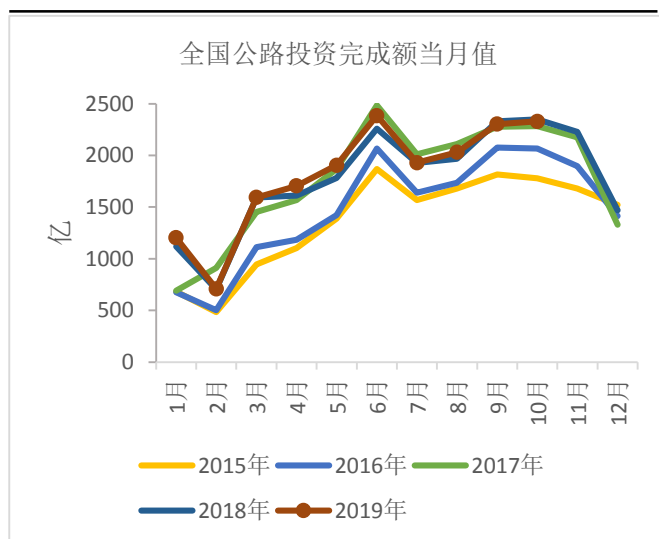
公路投资是表征沥青需求的一个重要指标。根据各省“十三五”规划，“十三五”期间全国公路共计划投资 9.7 万亿，而 2016 年 1 月至 2019 年 10 月，全国已完成公路投资 7.8 万亿，占计划的 80%，2019 年 1-10 月完成投资 1.8 万亿。2019 年 11 月至 2020 年 12 月若投资完成额达 1.9 万亿则可完成“十三五”规划的公路投资目标，估算 2020 年投资完成额需达到 1.7 万亿，这个数值可以作为悲观估计。考虑到自 2002 年起历年的公路投资从未出现过年度负增长，我们预估 2020 年公路投资将达 2.1 万亿作为基准情景。

图 3.1：公路投资“十三五”计划与完成情况



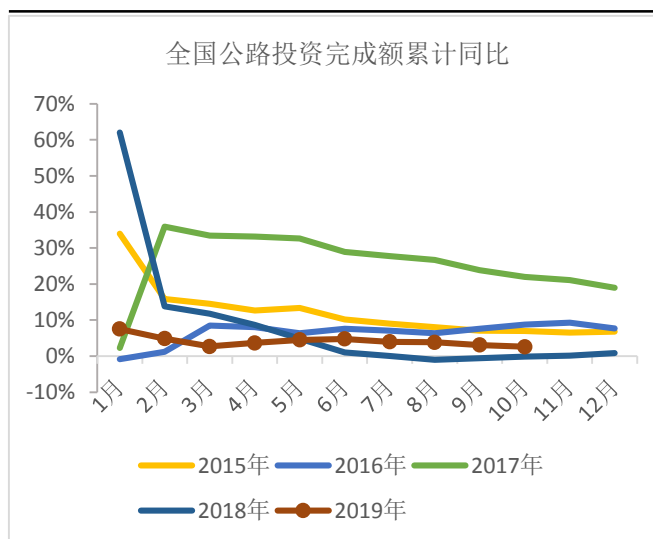
资料来源：wind，一德期货

图 3.2：全国公路投资完成额当月值



资料来源：wind，一德期货

图 3.3：全国公路投资完成额累计同比



资料来源：wind，一德期货

### 3.2 资金到位情况影响需求节奏

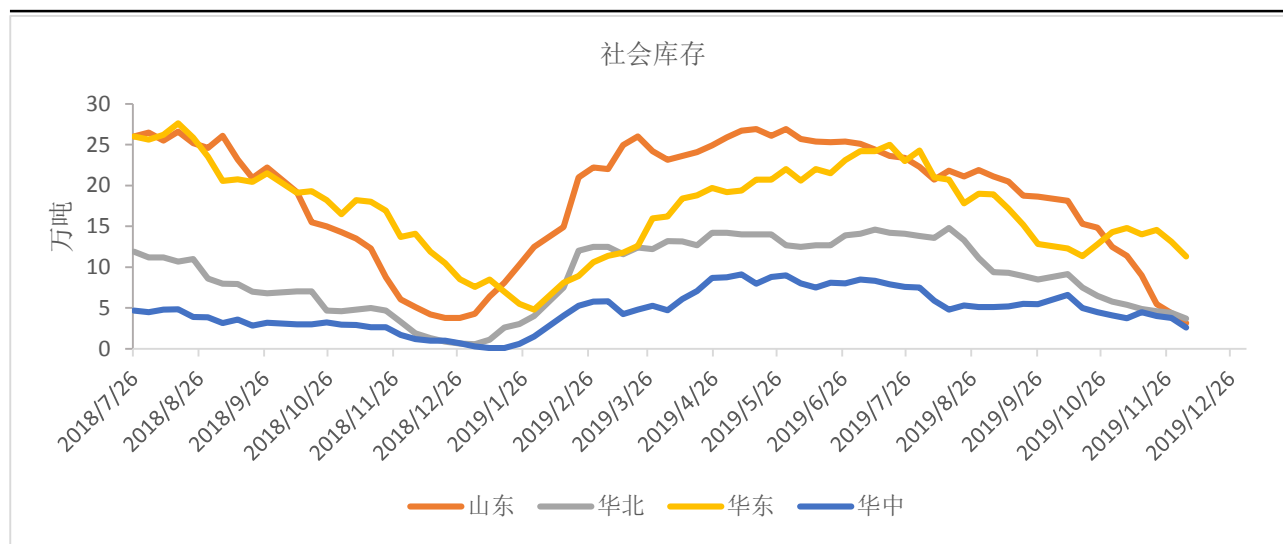
沥青最主要的去向是公路建设中的路面铺设，公路建设通常由政府主导，沥青需求说到底还是“钱”的问题。9月4日国务院常务会议提出，“根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效”，“按照‘资金跟项目走’的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区”。一季度资金情况或可期待，后期情况仍待观察。

## 4. 库存

### 4.1 社会库上半年发挥蓄水池的作用

“炼厂——贸易商——终端”的贸易流链条中，贸易商在淡季时囤货以供终端在旺季时使用。社会库存在上半年可视为投机需求，在下半年可视为供应。

图 4.1：社会库存

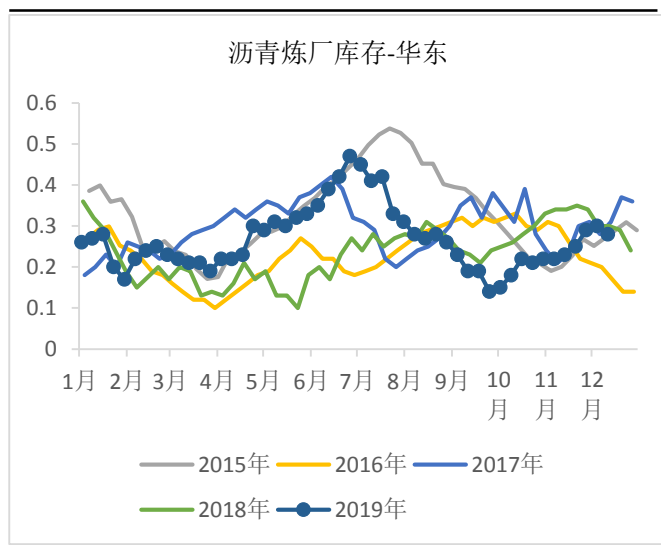


资料来源：隆众，一德期货

### 4.2 表征边际供需的重要指标——炼厂库存

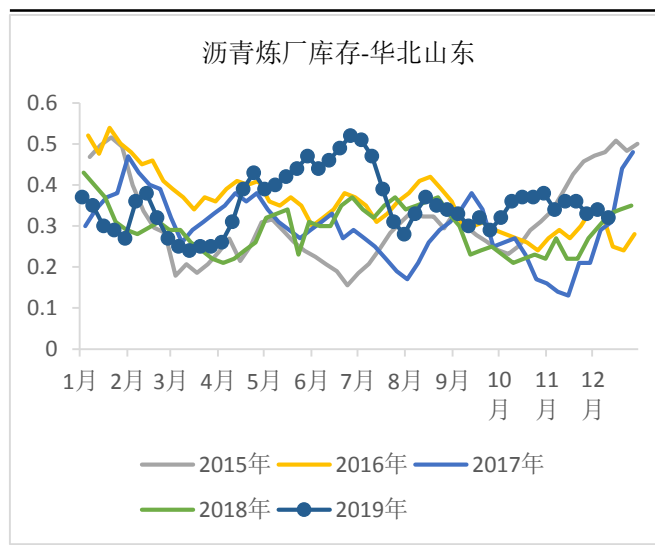
供需情况的边际变化通过炼厂库存可以反映，炼厂库存也是现货沥青定价最重要的因素之一。沥青需求明显的季节性也带来了库存的明显季节性，季节性的供需错配决定沥青价格走势。

图 4.2: 沥青炼厂库存-华东



资料来源: 百川, 一德期货

图 4.3: 沥青炼厂库存-华北山东



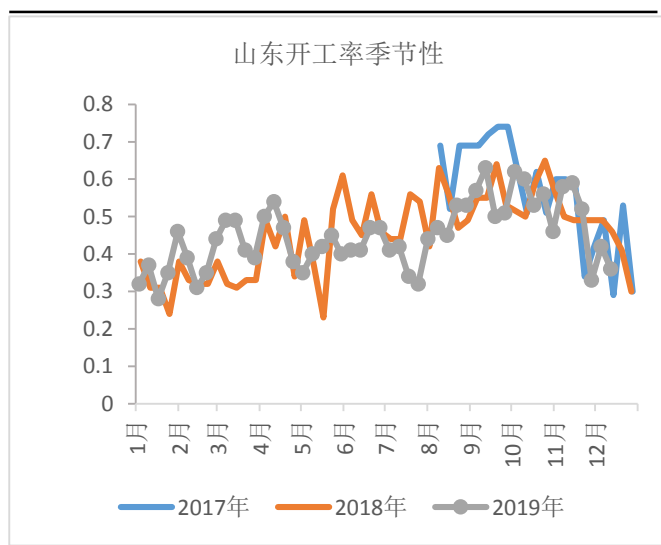
资料来源: 百川, 一德期货

## 5. 成本（原油分析详见原油年报）

## 6. 沥青行情展望

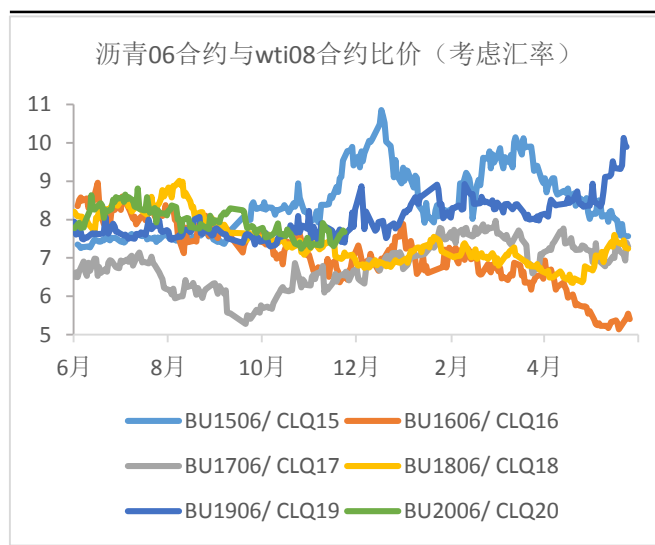
当前而言，山东炼厂开工率在低位，炼厂库存压力可控，价格难以继续下跌，随着冬储临近，现货价格越来越接近阶段性底部，而根据沥青/原油比价季节性，每年在冬储前后均会出现一波比价上行的行情，因此我们建议布局多沥青空原油策略，不建议去空沥青。

图 6.1: 山东开工率季节性



资料来源: 卓创, 一德期货

图 6.2: 沥青 06 合约与 wtio8 合约比价（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