沥青季报 2022 年 11 月 30 日

淡季来临，沥青蛰伏过冬

——沥青 12 月报

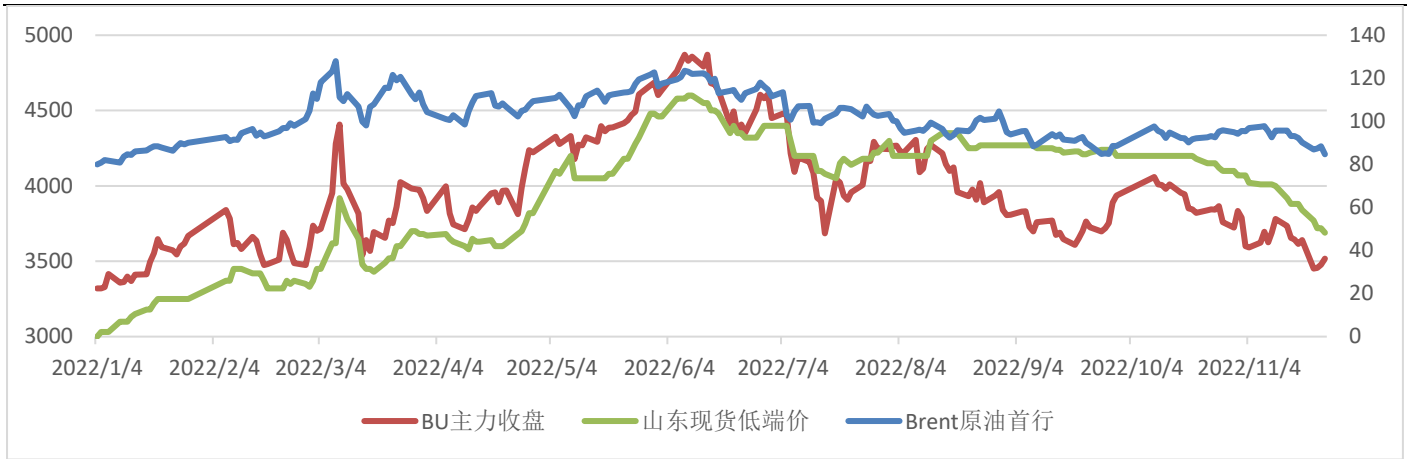
研究员：
童川
期货从业证号：
F3071222
投资咨询从业证号：
Z0017010
☎：150-2668-7632
✉：tongchuan_qh@chinastock.com.cn

行情复盘

10 月下旬以来，沥青现货一改 3 季度的极低波动率状态，价格一路下行。本轮下跌分为两个阶段，10 月底山东沥青低端价格自 4200 元/吨的水平迅速回落至 11 月初的 4000 元/吨，并在此价位维持了近一周的时间，随后又开启了新一轮更猛烈的下跌行情，截止 11 月底，山东沥青低端价已经跌至 3500 元/吨以下，月度跌幅超过 500 元/吨。

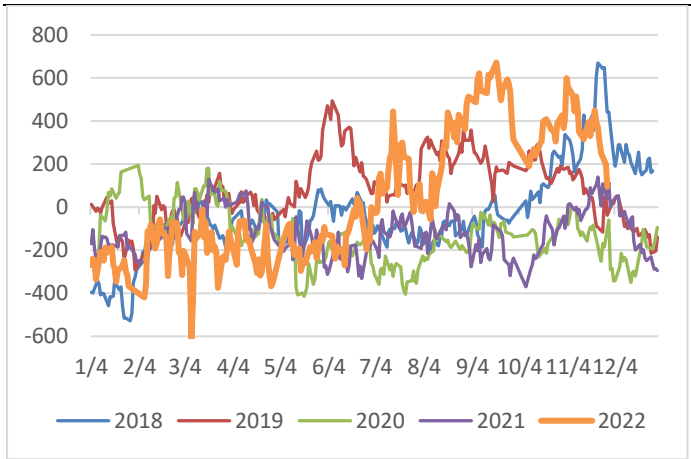
期货方面一直维持着深度贴水现货的格局，且自 12 合约主力换月以后，沥青主力已经逐渐演变成连续合约，当近月 12 合约修复基差的过程中，主力 01 合约继续维持贴水，12-01 正套逻辑兑现，月差一度走阔至接近 300 元/吨。在 11 月上旬中原油价格表现稍强，沥青在淡季中持续走弱，裂解价差跌至下半年以来的低位，而后期随着油价的大幅走弱，沥青跌幅反而弱于原油，炼厂利润修复，裂解价差反弹后企稳。

图表 1：原油、沥青期货与现货价格：元/吨

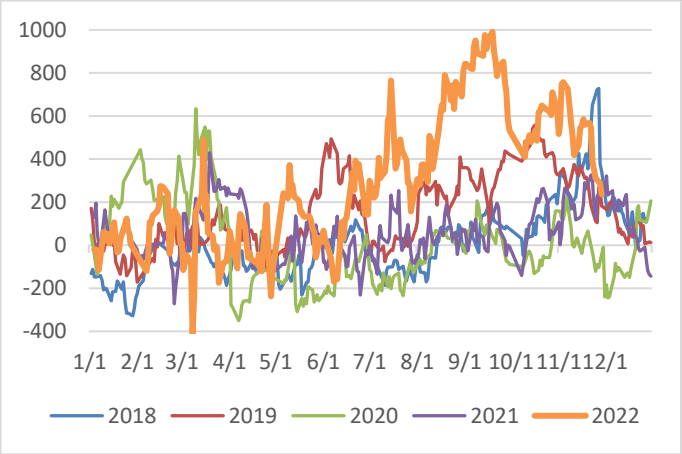


资料来源：隆众 · Win.d · 银河期货

图表 2：山东基差：元/吨



图表 3：华东基差：元/吨



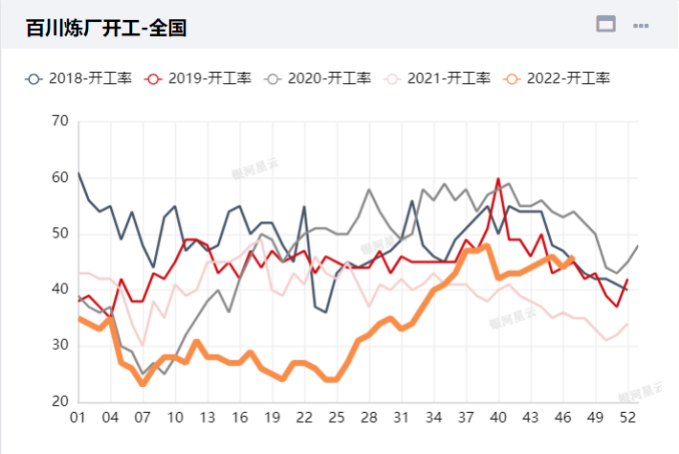
资料来源：隆众，银河期货

价格一路下行，利润逆势反弹

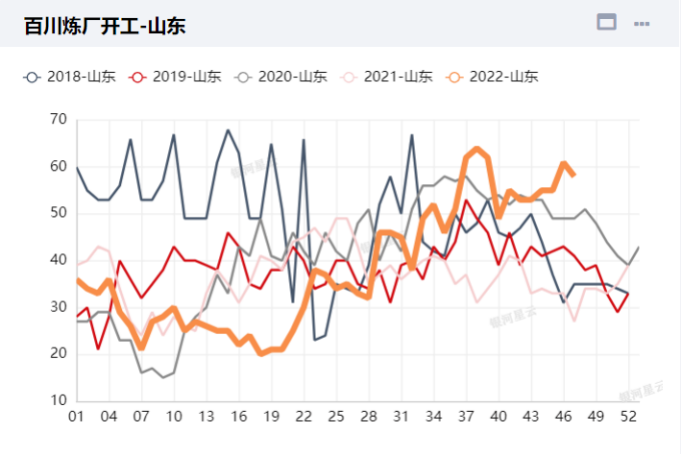
11 月份山东沥青低端价格跌幅接近 300 元/吨，然而炼厂利润却出现了逆季节性的反弹。11 初，简单型炼厂加工稀释沥青的利润最低跌至盈亏平衡之下，与往年同期表现基本一致，但随后却持续走高，在 11 月下旬一度突破 300 元/吨的水平。其背后的原因是海外原油价格的大幅回落，且国内成品油价格表现略强于外盘原油。11 月初成品油炼厂加工利润回调至 300 元/吨以下后，大幅反弹至接近 800 元/吨的水平。成品油的强势归结于柴油旺季的延伸，以及出口配额充裕的状态下，外盘高企的油品裂解价差传导至国内的结果。

同比来看，今年 11 月沥青炼厂利润明显高于往年同期，这也导致了供应端维持着 10 月份的高位。炼厂开工水平非但没有出现季节性的回落，反而出现小幅提升。尤其是山东地区炼厂开工一度接近 9 月份的年内高位，华北地区开工同样小幅上行，其结果是地炼的产量在 11 月创下了近 5 年来的最高水平。长三角地区和华南地区的炼厂开工环比相对平稳，同比则低于历史平均水平，主营炼厂在推升一次开工的同时也小幅上调了成品油的出率，对于沥青产出的贡献则并不显著。

图表 4：全国沥青炼厂开工：%

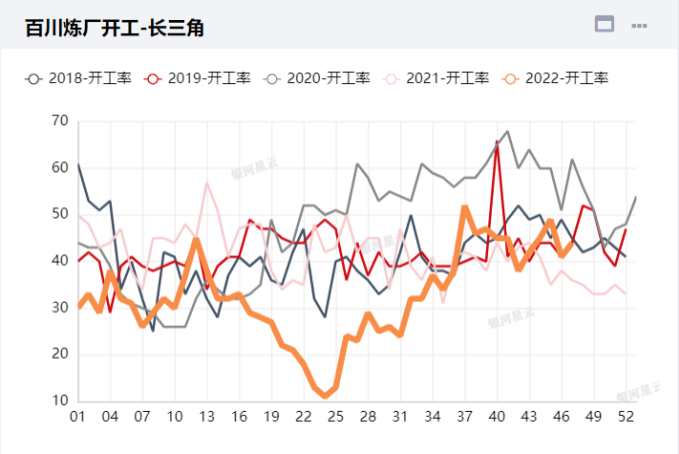


图表 5：山东沥青炼厂开工：%

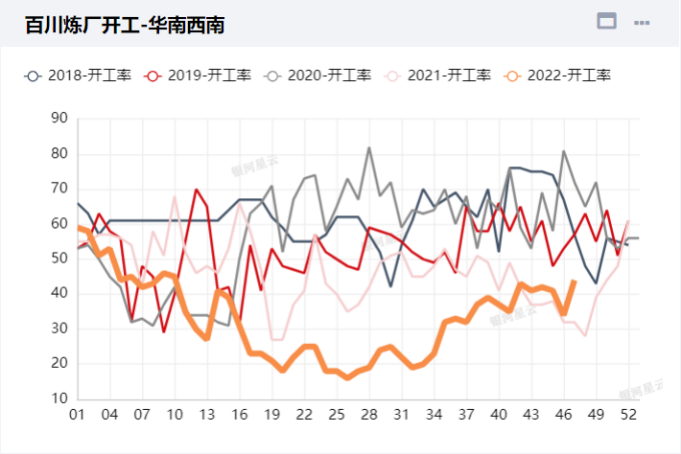


资料来源：百川，银河期货

图表 6：长三角沥青炼厂开工：%

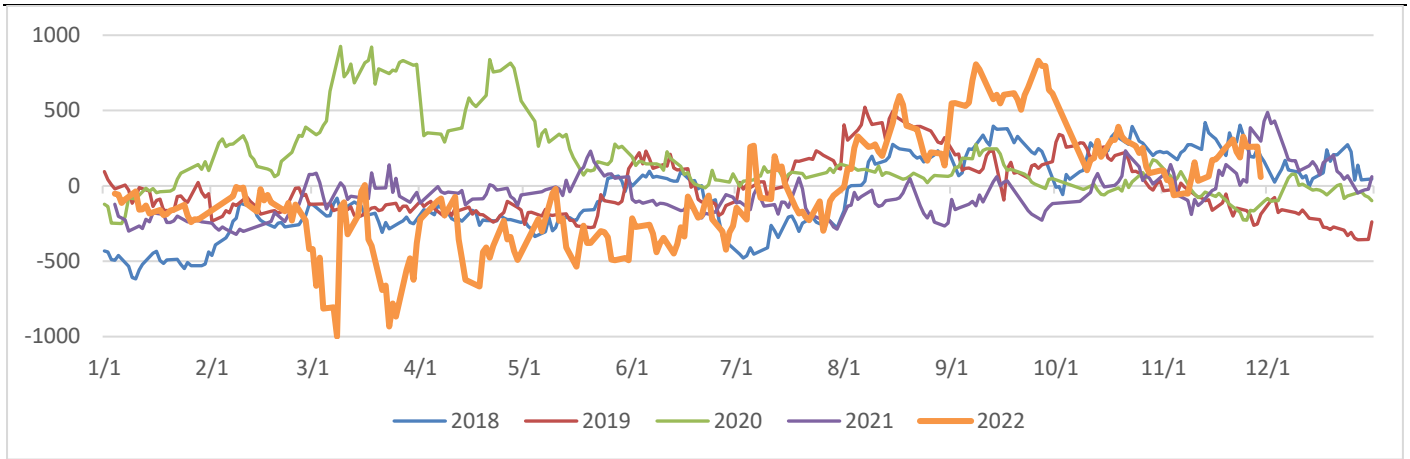


图表 7：华南西南沥青炼厂开工：%



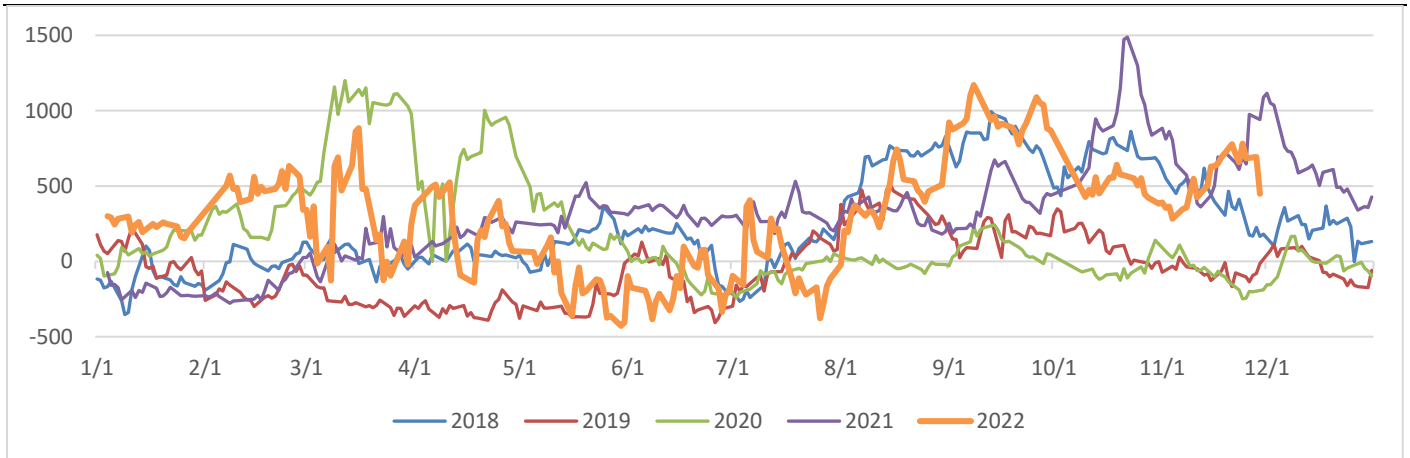
资料来源：百川，银河期货

图表 8：沥青炼厂利润：元/吨



资料来源：隆众，万得，银河期货

图表 9：成品油炼厂利润：元/吨



资料来源：隆众，万得，银河期货

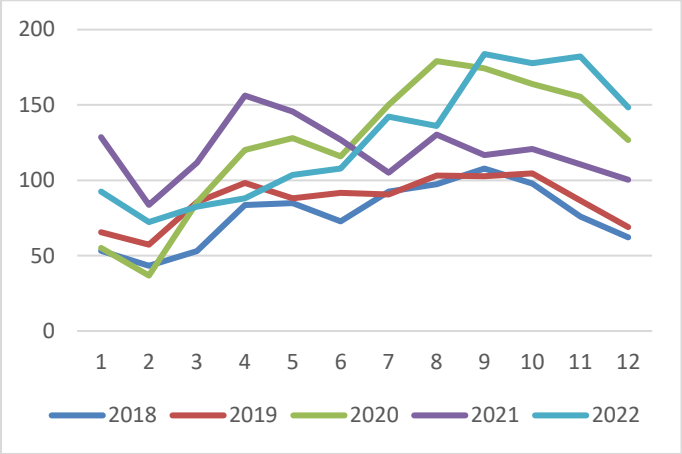
产量增长，进出口下滑

根据百川盈孚的初步数据统计，11 月全国沥青产量预计在 284 万吨左右，环比 10 月仅小幅下降 1 万吨，虽然产量水平远不及 2020 年 11 月 345 万吨的高位，但较去年同期高出近 30 万吨，也远远高于以往任何年份的水平。与 2020 年不同的是，当前的高产量中地炼是最主要的贡献者。11 月份地炼产量达到 182 万吨高位，较 2020 年同期依旧高出了近 30 万吨，延续了 9、10 月份以来的产量高峰，超出了我们之前的预期。12 月份随着利润转差以及季节性降负荷的出现，地炼产量预计环比下降超 30 万吨至 149 万吨，同比依旧是历年高位。主营方面产量增长十分保守，中石化产量在 11 月份达到 60 万吨左右，恢复至今年 4 月份以来的水平，12 月份预计回落近 10 万吨至 50 万吨左右。中石油沥青产量从 11 月开始大幅下行，环比 10 月下降 8 万吨至 24 万吨左右，而 12 月份产量则继续大幅下降至

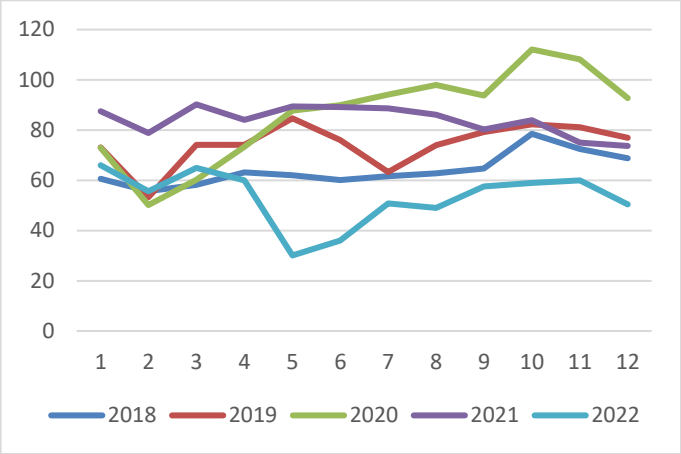
11 万吨水平，为近 5 年来单月最低的状态。中石油广东石化一体化项目已经投产，但目前并未有沥青产出，华东及华南炼厂陆续停车，造成了当前产量新低的局面。中海油沥青产量依旧平稳，11、12 月份单产在 16-18 万吨区间窄幅波动。

进口方面，10 月份沥青进口量环比下降 5 万吨至 24.2 万吨，进口量出现季节性下滑，与去年同期基本一致，同处于近 5 年低位。10 月份出口量仅为 2 万吨左右，净进口量 22 万吨左右，在当前国内供应中的占比十分有限。

图表 10：地炼沥青产量及预测：万吨

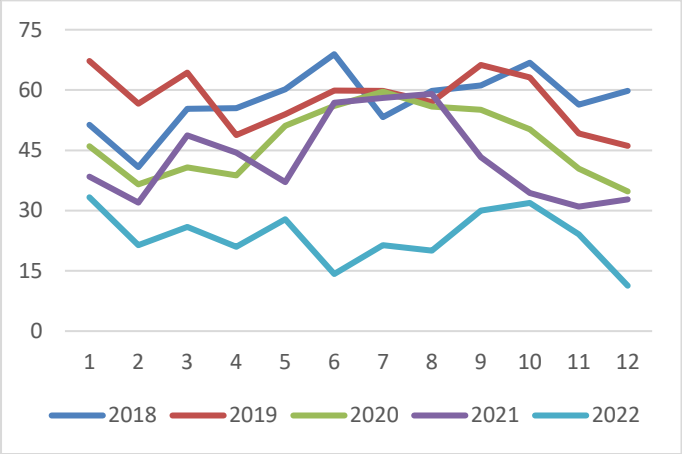


图表 11：中石化沥青产量及预测：万吨

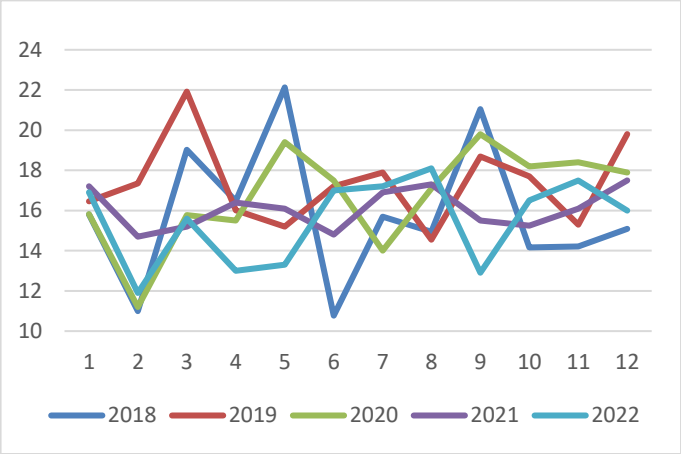


资料来源：百川，银河期货

图表 12：中石油沥青产量及预测：万吨

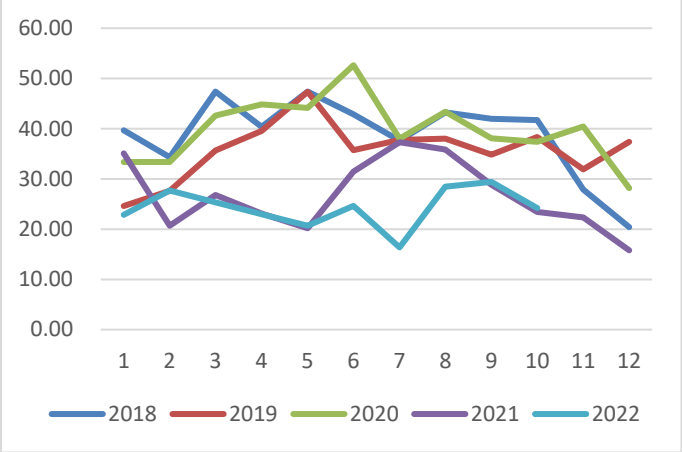


图表 13：中海油沥青产量及预测：万吨

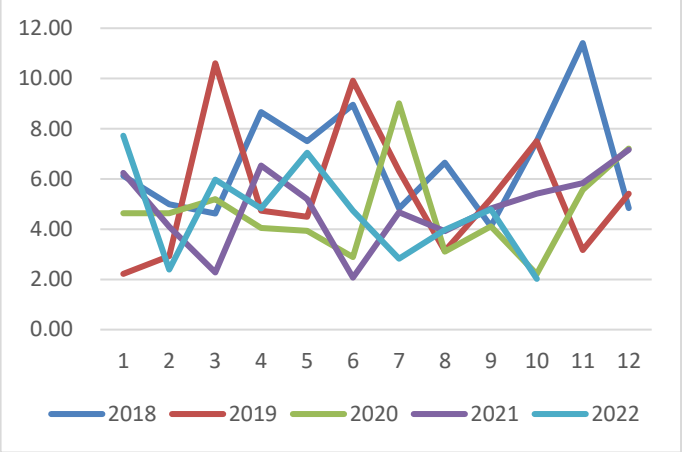


资料来源：百川，银河期货

图表 14：沥青月度进口量：万吨



图表 15：沥青月度出口量：万吨

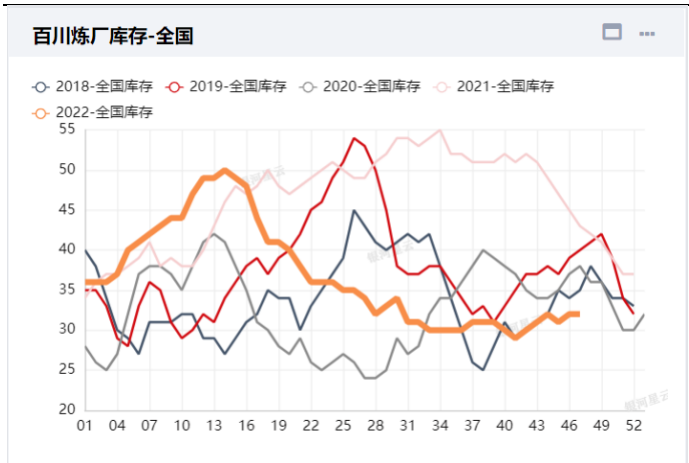


资料来源：海关总署，百川，银河期货

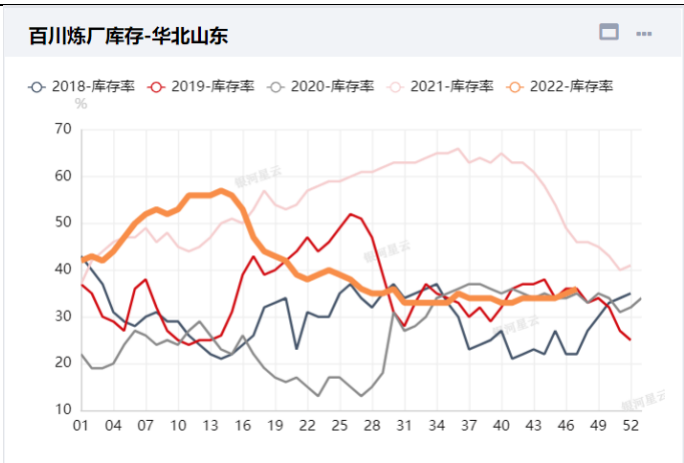
累库不及预期，库存水平偏低

9、10 月份国内公路投资完成额略超预期。9 月份达到 2891 万元，同比增长 13.5%，10 月份环比小幅下降至 2796 万元，同比增幅依旧达到 6.5%。1-10 月份累计投资完成额达到 2.34 亿元，较去年同期增幅接近 10%，在近 5 年来也处于最高水平。如果说上半年的公路投资额还未能等比例转化为实物消费量，那么 4 季度偏高的投资水平带来的是沥青表观消费的超预期表现。通过炼厂产量和库存变动反推的出货量数据来看，11 月前 4 周炼厂发货量依旧维持在每周 60 万吨以上的高位水平，阶段性发货水平能达到 9 月中旬旺季的水平。从微观数据来看，11 月中上旬国内气温整体暖于往年均值，北方需求尚可，炼厂大多交付前期合同，南方供应则相对偏低，综合来看炼厂出货相对顺畅，即便在淡季预期下，炼厂累库节奏也明显低于预期。综合来看，全国炼厂库存当前维持在近 5 年来偏低水平，而华北山东地区库存水平与 19、20 年基本持平，大幅低于 2021 年同期；长三角地区库存处于近 5 年来中性位置，也显著低于 21 年同期。其他地区如华南、东北等地库存显著低于往年，也是造成总库存水平偏低的重要原因之一。

图表 16：全国沥青炼厂库存：%

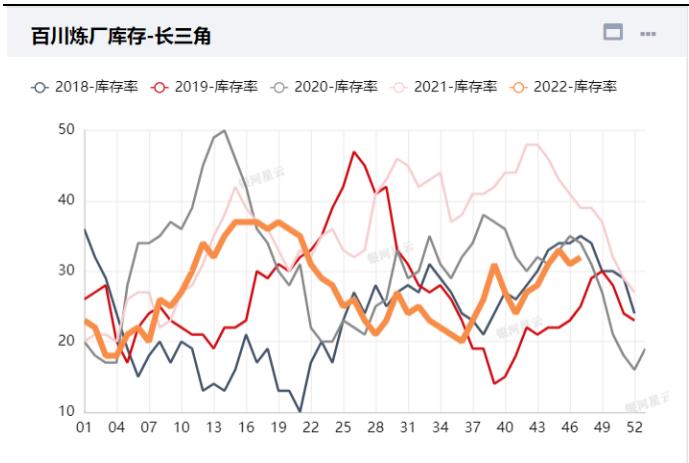


图表 17：华北山东炼厂库存：%

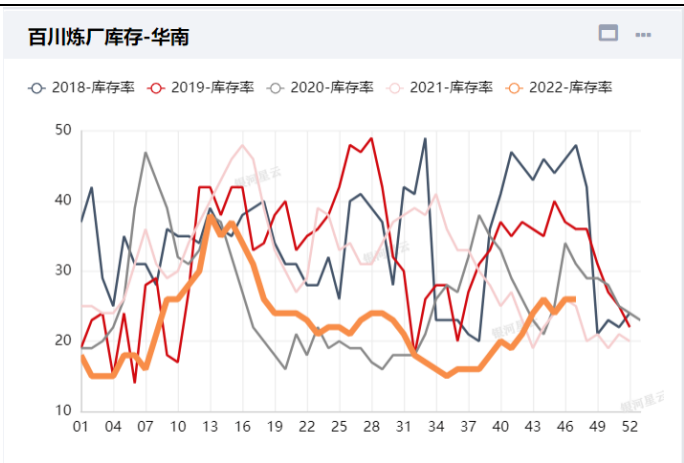


资料来源：百川，银河期货

图表 18：长三角炼厂库存：%

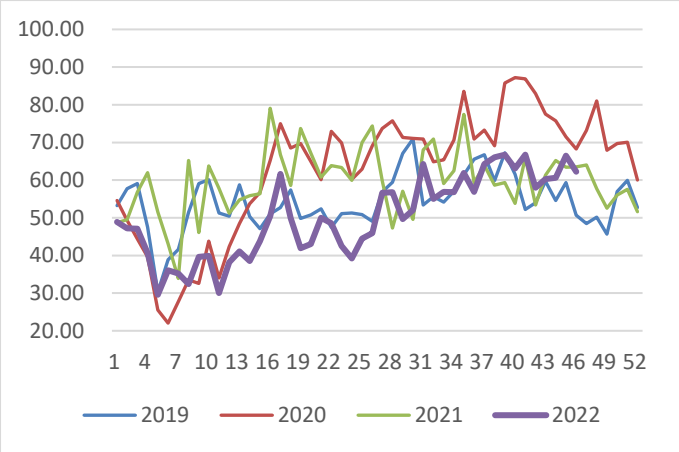


图表 19：华南炼厂库存：%

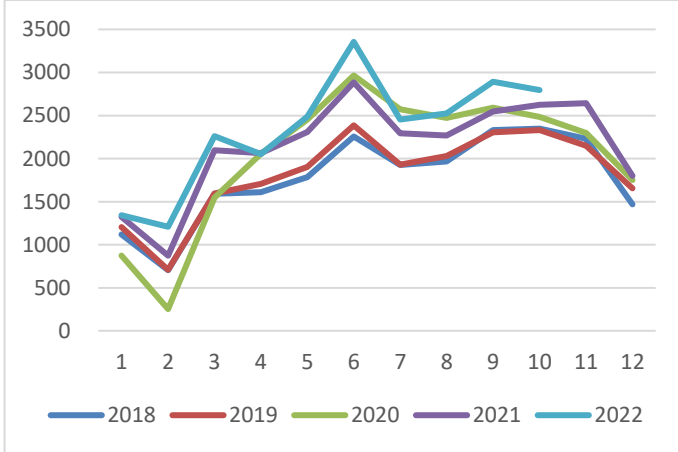


资料来源：百川，银河期货

图表 20：炼厂周度出货量：万吨



图表 21：公路投资完成额及预测：亿元



资料来源：wind，百川，银河期货

平衡展望

11 月份，炼厂开工下游需求均超出了我们早先的预期，在供需双旺的格局下，淡季的行情有所延后。11 月底，华东地区大范围雨雪天气来临，国内绝大部分地区气温已经不再适合道路施工，沥青终端需求将会出现断崖式的下滑，淡季终将兑现。

12 月份炼厂排产环比大幅回落，终端需求停滞的同时部分冬储和囤货的需求陆续开启，供需双双转弱的同时 12 月炼厂累库幅度预计在 10 万吨以内，累库速度相对可控，库存压力尚不明显。估值方面，在原油和国内成品同步回落的过程中，炼厂利润依旧高于往年同期，随着刚需的走弱，现货价格仍有下行空间，待油价企稳、炼厂利润转至盈亏平衡之下时，炼厂或有挺价的动作。市场对于冬储价位的心理预期从 3400 逐渐下调至 3200 以下，相比而言盘面折算山东贴水之后，远月合约估值偏低，有冬储需求的客户可尝试逢低买入。对于近月合约因大幅贴水现货，整体表现为易跌难涨，但跌幅小于现货，可尝试卖出虚值看涨期权。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河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发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河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。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河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，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 能化投资研究部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799