

假期油价大幅回撤，沥青裂解或边际修复

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

国庆假期期间油价大幅回撤，预计节后 BU 跟随原油下跌，但弹性相对较小，裂解价差能得到一定程度的修复。考虑到宏观与地缘层面不确定性增加，短期建议观望为主，可关注多 BU 空 FU 的价差头寸机会。

核心观点

■ 市场分析

整体来看，沥青自身市场矛盾有限，主要变量因素在上游原油端。前期由于原料价格走高，沥青炼厂综合利润受到冲击，导致部分炼厂降低生产负荷，国内供应边际收紧态势，库存维持低位。但与此同时，需求端并没有太强的表现或预期，市场上行驱动也相对有限。

9 月份在原油端强势的环境下，沥青终端对高价接受力度不足，导致沥青价格涨幅明显弱于原油，裂解价差持续走弱。国庆假期期间油价大幅回撤，预计节后 BU 跟随原油下跌，但弹性相对较小，裂解价差能得到一定程度的修复。

■ 策略

单边中性，观望为主，等待原油企稳；关注多 BU 空 FU 价差机会

■ 风险

无

目录

策略摘要	1
核心观点	1
原油：假期油价大幅回撤，地缘不确定性增加	3
利润负反馈逐步兑现，国内沥青供应边际收紧	4
利润负反馈逐步兑现，国内沥青产量不及预期	4
沥青需求跟随季节性趋势改善，但并无超预期表现	6
前期累库预期未兑现，国内沥青库存仍处于中低位	7
沥青市场总结	8

图表

图 1: 全球原油卫星库存 单位: 百万桶	3
图 2: 国际原油基准价格 单位: 美元/桶	3
图 3: WTI 原油月差 单位: 美元/桶	3
图 4: BRENT 原油月差 单位: 美元/桶	3
图 5: 原油与美股走势 单位: 美元/桶	4
图 6: 原油与美元指数走势 单位: 美元/桶	4
图 7: 山东沥青炼厂理论利润 单位: 元/吨	5
图 8: 焦化利润 单位: 元/吨	5
图 9: 地炼焦化装置开工率 单位: %	5
图 10: 主营炼厂焦化装置开工率 单位: %	5
图 11: 国内沥青装置开工率 单位: 无	5
图 12: 国内沥青产量 (10 月为预估) 单位: 万吨/月	5
图 13: 委内瑞拉原油产量 单位: 千桶/天	6
图 14: 委内瑞拉原油出口去向 单位: 千吨	6
图 15: 国内沥青总需求 单位: 万吨	6
图 16: 国内道路沥青需求 单位: 万吨	6
图 17: 国内船燃市场沥青需求 单位: 万吨	7
图 18: 国内防水市场沥青需求 单位: 万吨	7
图 19: 政府专项债发行额 单位: 亿元	7
图 20: 交通固定资产投资额 单位: 亿元	7
图 21: 沥青炼厂库存 单位: 万吨	7
图 22: 沥青社会库存 单位: 万吨	7
图 23: BU 裂解价差 单位: 元/吨	8
图 24: 山东沥青基差 单位: 元/吨	8

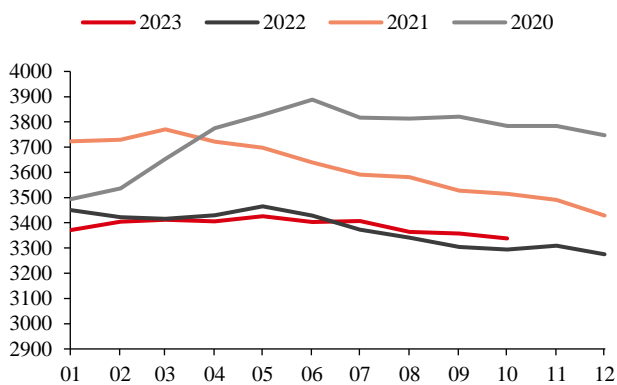
原油：假期油价大幅回撤，地缘不确定性增加

中秋国庆假日期间原油价格大幅下跌，Brent 和 WTI 原油分别回撤至 84 和 81 美元/桶左右，原油远期曲线近月升水有所回落，但整体维持强 Back 结构，同时海外汽油裂解价差延续下行至负值，柴油裂差高位小幅回落。

从月差与实货贴水的情况来看，原油实货市场偏紧的格局没有明显缓解，10月4号召开的欧佩克会议未调整其产量政策，四季度平衡表预计维持去库格局。同时卫星库存数据显示全球石油库存继续下降至低位。我们认为本轮油价下跌主要因素与今年上半年下跌类似，均是利率冲高导致短期市场情绪出现转向，美债收益率与美元走强对油价产生压制，下跌驱动更多来自宏观情绪与资金面，原油自身基本面仍旧坚挺。成品油方面，汽油裂差大幅下跌主要驱动是 EIA 美国汽油库存大幅增加(650 万桶)，且 9 月开始美东地区与欧洲陆续切换冬季牌号可以调入更多石脑油。柴油方面，虽然俄罗斯基本取消了柴油出口禁令但基本符合市场预期，裂差下跌幅度有限。

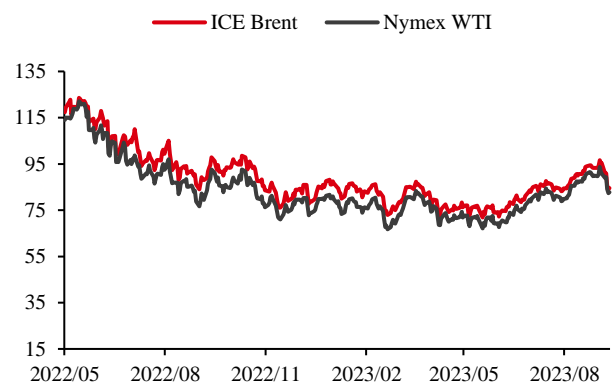
最后值得注意的是，近期地缘层面的不确定性有所增加。一方面，需要关注沙特与美国关系的进展，如果美沙签署共同防御协议，双方关系改善后沙特可能会调整产量政策（增产）来帮助缓解通胀压力；另一方面，临近开市巴以局势加剧，当地时间 7 日清晨，加沙地带巴勒斯坦武装组织向以色列境内发射多枚火箭弹，以色列国防军发表声明称其已进入战争状态。由于冲突发生在周末，外盘原油尚未对其作出反映，但节后原油市场可能面临更多来自地缘政策的变数。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

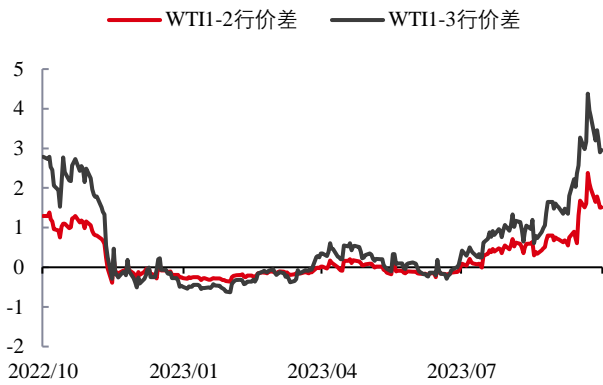
图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



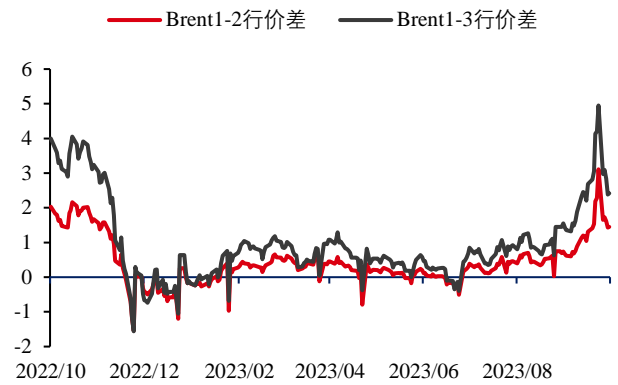
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：WTI 原油月差 | 单位：美元/桶

图 4：Brent 原油月差 | 单位：美元/桶

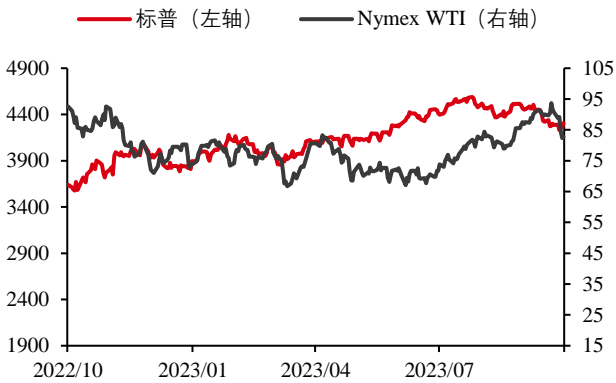


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院



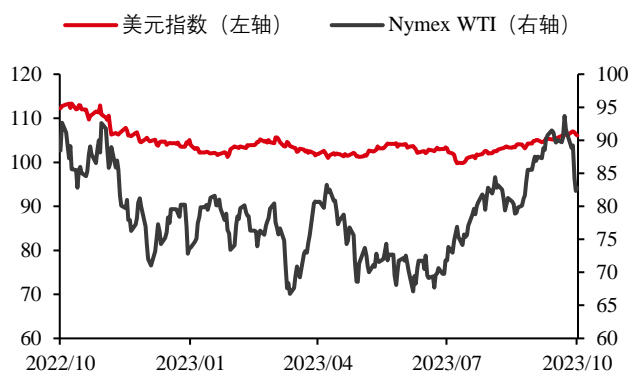
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

利润负反馈逐步兑现，国内沥青供应边际收紧

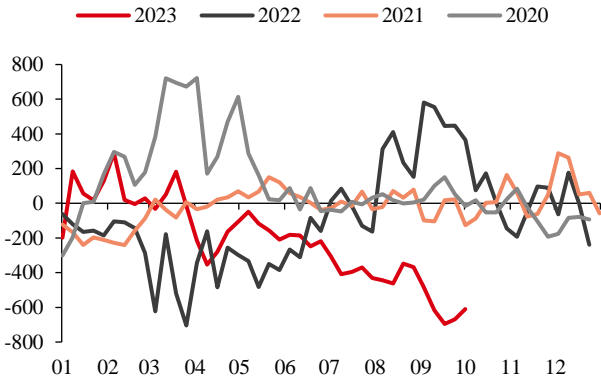
利润负反馈逐步兑现，国内沥青产量不及预期

前期原料问题缓解后，国内沥青生产逐步恢复正轨，整体开工率一度升至 50%。然而，由于原油价格持续攀升、且终端对高价沥青接受力度不足，沥青生产利润逐渐承压（且显著弱于焦化利润），在前期采购的低价原料消耗后，部分炼厂开始降低负荷或选择转产渣油，目前沥青装置整体开工率已降至 41%左右，9 月份实际产量也明显低于此前排产预期。

往前看，利润端的负反馈还在延续，10 月份国内沥青排产或进一步下降。参考百川资讯口径，10 月国内沥青排产量预计在 283.2 万吨，环比 9 月降低 18 万吨。其中主要的减量来自于地炼端，虽然东北地区的宝来生物能源 10 月份计划开工，但山东地区的岚桥石化计划 10 月中旬转产渣油，加之部分 9 月停产、减产以及转产的地方炼厂 10 月份暂无明确的复产或增产沥青的计划。主营炼厂的减产集中在中石化，10 月份产量或

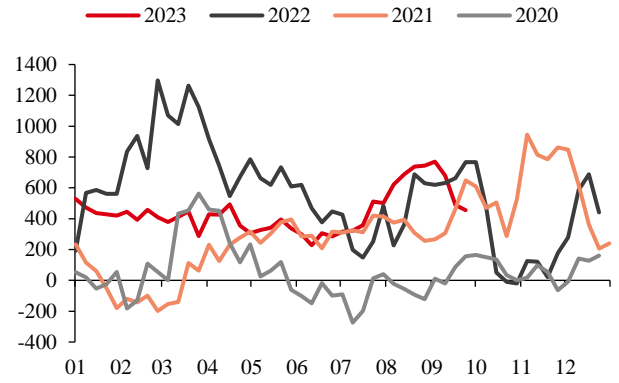
降低 7 万吨，中石油、中海油预计持稳或小幅增产。整体来看，10 月份国内沥青供应存在边际收紧的预期，实际兑现幅度需关注国际油价回落后利润端的反馈情况。

图 7: 山东沥青炼厂理论利润 | 单位: 元/吨



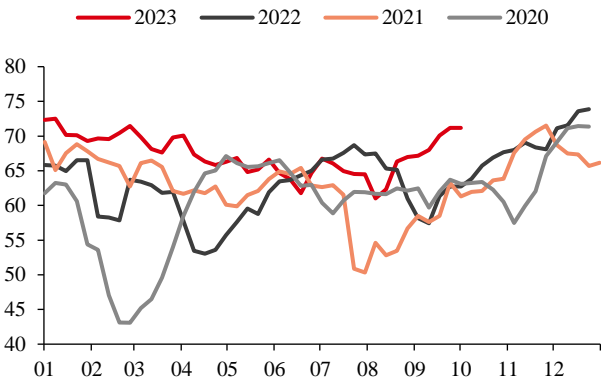
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 8: 焦化利润 | 单位: 元/吨



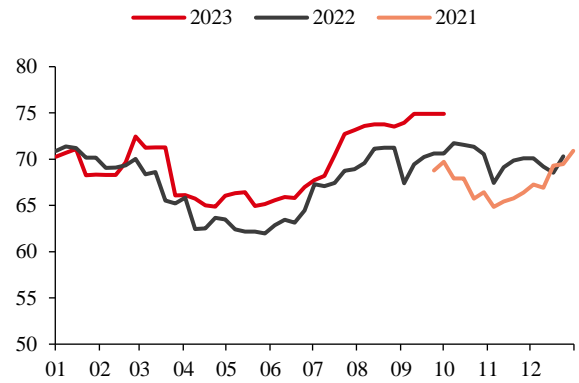
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 9: 地炼焦化装置开工率 | 单位: %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 10: 主营炼厂焦化装置开工率 | 单位: %



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 11: 国内沥青装置开工率 | 单位: %

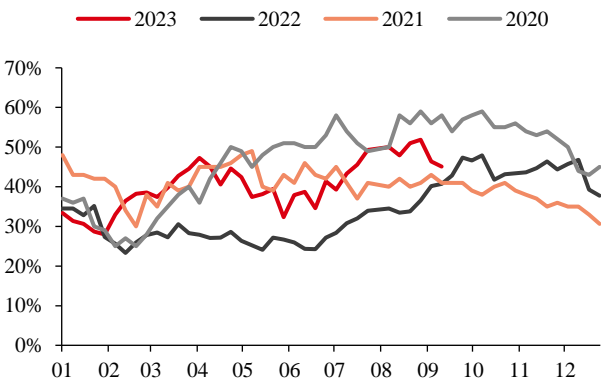
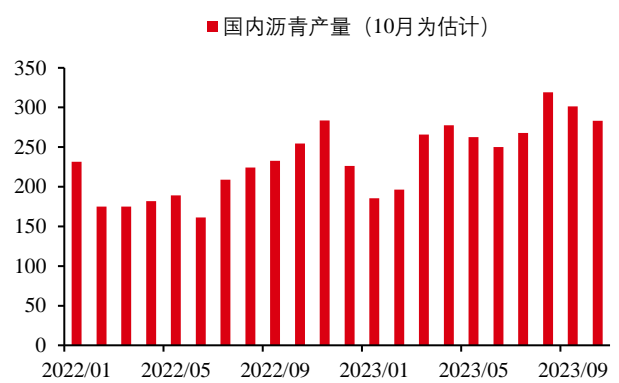
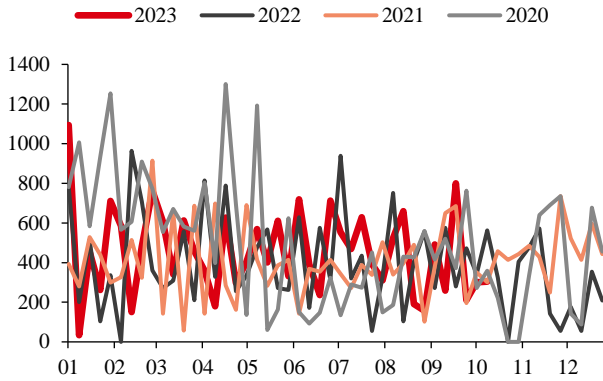


图 12: 国内沥青产量 (10 月为预估) | 单位: 万吨/月



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

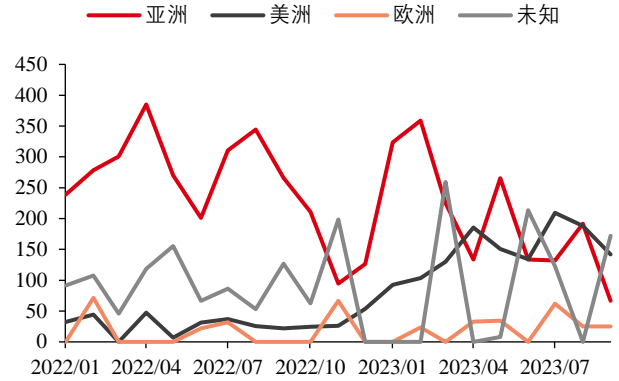
图 13: 委内瑞拉原油产量 | 单位: 千桶/天



数据来源: EA 华泰期货研究院

数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 14: 委内瑞拉原油出口去向 | 单位: 千吨



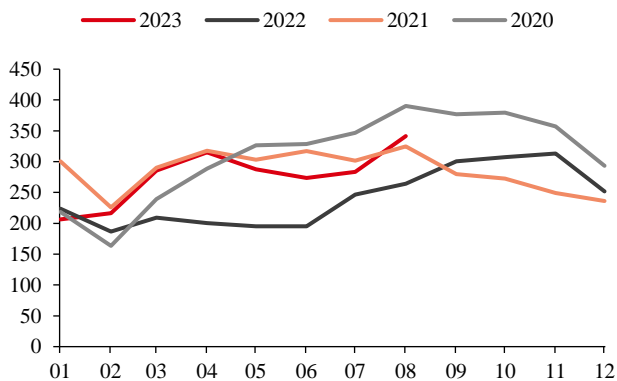
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

沥青需求跟随季节性趋势改善, 但并无超预期表现

随着“金九银十”的施工旺季来临, 沥青终端需求跟随季节性节奏改善。然而资金紧张以及绝对价格高企的矛盾仍对消费释放形成抑制, 9月沥青实际需求表现缺乏亮点。

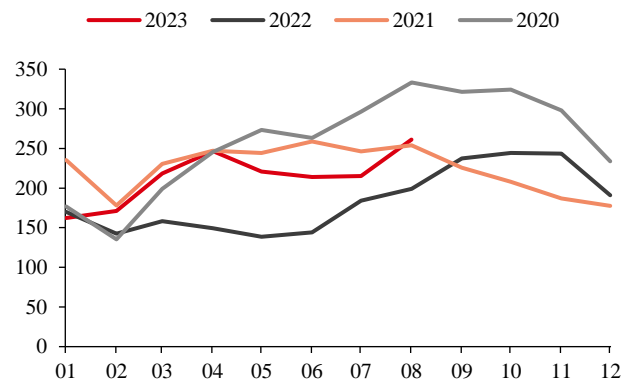
往前看, 10月各地区道路项目有望集中施工, 沥青刚性需求或维持年内高位。具体来看, 随着整体降雨量减少, 预计华南、华东、西南地区将陆续进入施工旺季, 需求有望环比增长; 华中、华北地区将持续处在施工旺季, 项目赶工有望带动需求平稳释放; 但随着气温的下降, 西北、东北以及华北北部地区将进入项目收尾阶段, 到10月下旬以后需求或出现比较明显的下滑。整体来看, 国内沥青需求的基本盘有望在10月份维持, 但在目前宏观环境下也缺乏很强的预期, 关注国内化债及终端资金的改善状况。

图 15: 国内沥青总需求 | 单位: 万吨



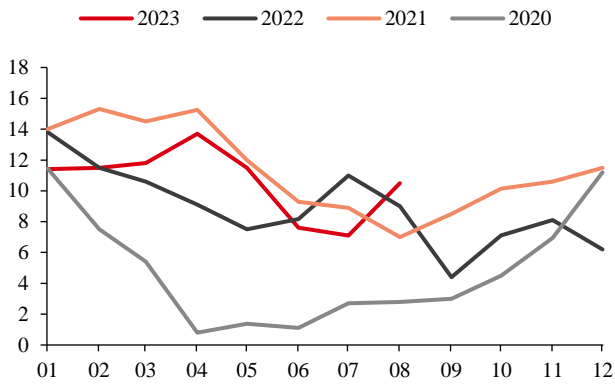
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 16: 国内道路沥青需求 | 单位: 万吨



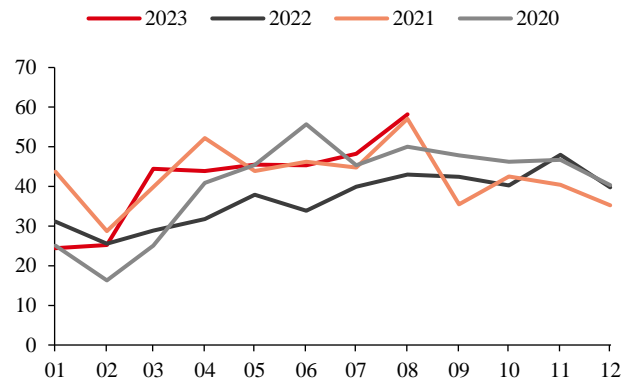
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 17: 国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨



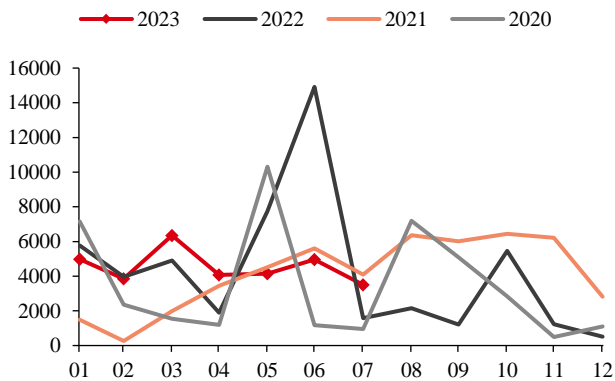
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 18: 国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨



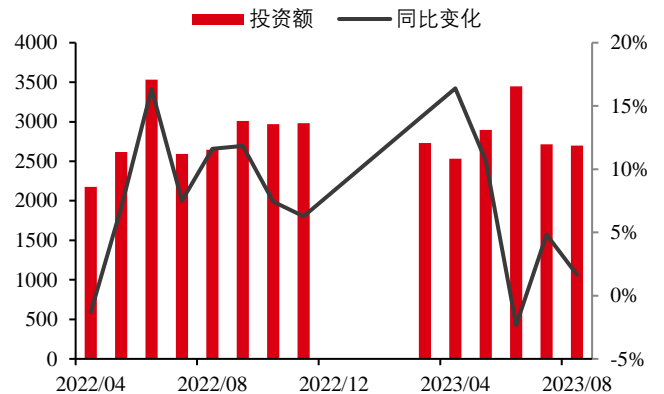
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 19: 政府专项债发行额 | 单位: 亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 交通固定资产投资额 | 单位: 亿元



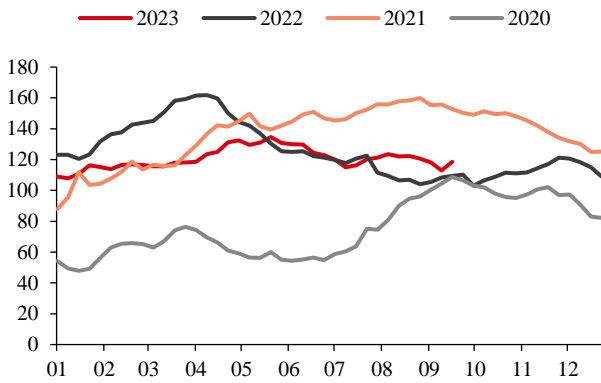
数据来源: Wind 华泰期货研究院

前期累库预期未兑现, 国内沥青库存仍处于中低位

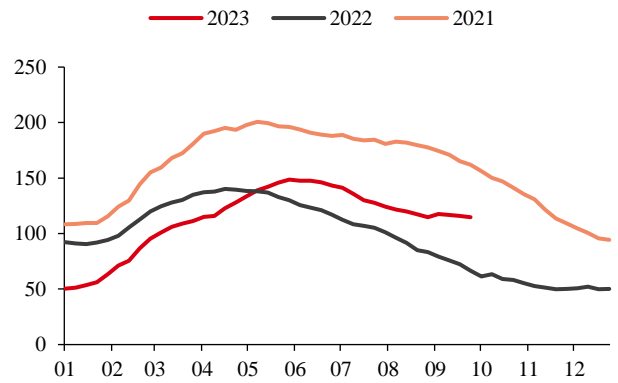
由于利润负反馈导致 9 月产量低于排产预期, 此前预计的沥青累库并未兑现, 甚至有小幅去库。参考百川资讯数据, 截至目前国内沥青炼厂库存录得 118.47 万吨, 社会库存录得 114.81 万吨。整体来看, 国内沥青仍处于中低位区间, 市场压力相对有限。

图 21: 沥青炼厂库存 | 单位: 万吨

图 22: 沥青社会库存 | 单位: 万吨



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院



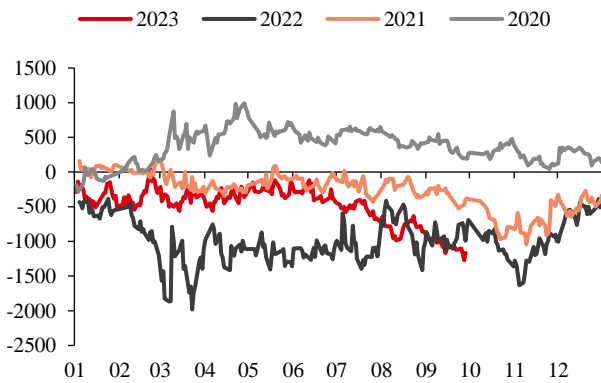
数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

沥青市场总结

整体来看，沥青自身市场矛盾有限，主要变量因素在上游原油端。前期由于原料价格走高，沥青炼厂综合利润受到冲击，导致部分炼厂降低生产负荷，国内供应边际收紧态势，库存维持低位。但与此同时，需求端并没有太强的表现或预期，市场上行驱动也相对有限。

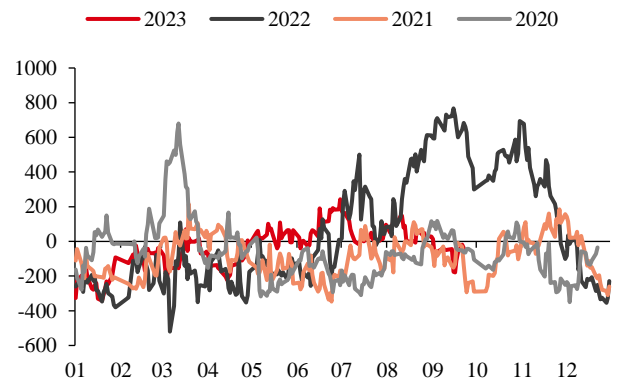
9月份在原油端强势的环境下，沥青终端对高价接受力度不足，导致沥青价格涨幅明显弱于原油，裂解价差持续走弱。国庆假期期间油价大幅回撤，预计节后 BU 跟随原油下跌，但弹性相对较小，裂解价差能得到一定程度的修复。

图 23：BU 裂解价差 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24：山东沥青基差 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1：沥青月度平衡表估计 单位：万吨

	沥青产量	沥青需求	沥青进口量	沥青出口量	沥青净进口量	库存变动
2023 年 1 月	185.00	185.00	15.00	2.07	12.93	12.93
2023 年 2 月	195.00	175.00	26.89	6.57	20.32	40.32
2023 年 3 月	240.00	235.00	19.00	5.00	14.00	19.00
2023 年 4 月	283.00	275.00	22.00	4.00	18.00	26.00
2023 年 5 月	278.00	275.00	22.00	6.00	16.00	19.00
2023 年 6 月	260	275.00	21.00	5.00	16.00	1.00
2023 年 7 月	268.00	305	17	4	13.00	-24.00
2023 年 8 月	319.00	320	25	5	20.00	19.00
2023 年 9 月	301.00	325	25	5	20.00	-4.00
2023 年 10 月	283.00	325	20	5	15.00	-27.00
2023 年 11 月	300.00	300	15	5	10.00	10.00
2023 年 12 月	270.00	260	15	6	9.00	19.00

资料来源：Wind 国家统计局 海关总署 百川资讯 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com