



## 新增产能压制，沥青后期何去何从

### 报告摘要

新增产能开启新一轮的供应压力，据百川资讯最新数据显示，2020年产能增幅预计为7.73%，略低于2019年9.68%的增速。

7月累计产量已经赶超去年同期水平，目前产量进一步增加。炼厂生产利润绝对值不高，但仍持续好于焦化利润，带来后期转产动力不足，预计炼厂高开工率将维持较长时间，直到炼厂库存压力重新显现，但因下游目前正处于传统季节性旺季，预计炼厂库存的累库压力不会这么快出现，因此，后期炼厂将维持高开率，除非后期焦化利润改善明显，出现转产的可能。

原油对于沥青价格走势的影响，主要通过炼厂利润来传导的，原油走弱将使得炼厂生产利润转好的可能，带来后期上游产量减少的可能性降低。因此，沥青价格的止跌还需看到原油价格的企稳。

受国内洪灾影响，实际需求回升缓慢，使得今年社会库存的季节性去库相比往年来得晚，且去库力度不及往年；与此同时，炼厂库存也在持续回升中。

后期供应变化判断，从产能来看，后期供应仍将维持旺盛，而从炼厂生产利润来看，目前炼厂生产利润处于低位，基于原油的走弱，利润将有所改善，且沥青生产利润持续好于焦化利润，因此，转产动能暂不会出现，而炼厂库存在回升，但并未到库存有压力的时候，因此，供应将难以减少，后期或要等到炼厂库存出现压力，才能出现供应拐点。需求端，9-10月是下游传统旺季，当下库存反映出旺季消费并没有大量提升，今年旺季需求大概率推延，等待后期供需拐点的显现，预计9月沥青价格将维弱势，10月或可等待触底后的反弹机会。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901031

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

投资咨询号：Z0015626

联系人

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

## 行情回顾

今年在国内外新冠肺炎疫情爆发的重大事件影响下，沥青价格以及炼厂生产利润相比往年波动率大幅提升。

一季度在下游需求季节性淡季以及国内外肺炎疫情爆发之际，原油价格大幅下挫，成本端拖累明显，沥青期价创年内新低，并离 2016 年低点位置不远。在国内外新冠肺炎疫情事件带来的市场恐慌情绪逐步缓解之后，以及原油价格止跌企稳之际，4 月份，沥青也迎来了企稳反弹的走势，因下游需求受海外需求影响很小，沥青成为国内大宗商品中较早反弹的品种之一，且上涨幅度可观，在市场预期后期国内将加大基建投入的推动下，以及受疫情影响，一季度国内产量同比减少，供应端的减少，使得后期供需格局偏紧预期增强，带来沥青期价的一波上涨行情。而随着国内雨季的到来，需求表现平淡，供应则在国内复工复产的节奏中持续恢复，且 7 月开始国内沥青装置投产增加，带来供应压力陡增，7 月期货盘面价格开始承压下行，9 月初在原油新一轮下跌中，沥青期价继续向下寻底。

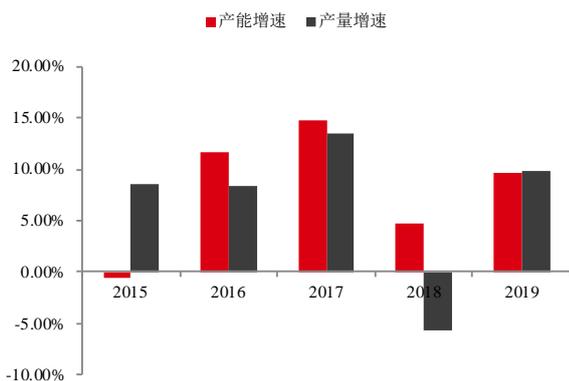
## 沥青基本面梳理

### 新增产能开启新一轮的供应压力

根据百川资讯最新的产能统计数据显示，一季度国内沥青总产能基本维持稳定，二季度产能有所增加，主要是山东汇丰石化一套 90 万吨的装置投产，中石油河北一套 40 万吨的装置投产以及鑫海化工 360 万吨的装置投产、中石化一套 120 万吨的装置投产。7 月份产能进一步增加，主要是新增装置投产产能进一步增加，且二季度投产的装置经过一个季度的试运行之后开始稳定出产品，造成 7 月开始，沥青新增供应量较多，反映在国内炼厂产量数据上，呈现大幅增加势头，其中地炼以及中石化沥青产量均有明显增加。

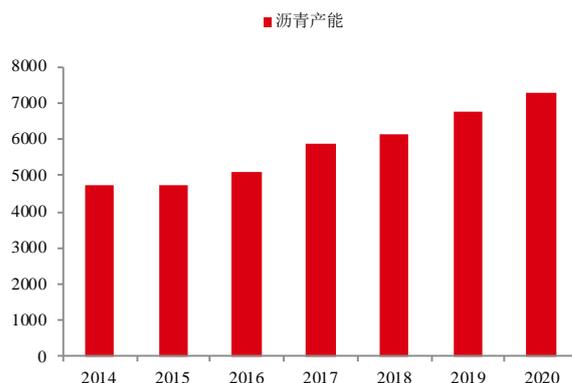
新增产能开启新一轮的供应压力，据百川资讯最新数据显示，2020 年产能增幅预计为 7.73%，略低于 2019 年 9.68% 的增速。

图 1: 国内沥青产能增速及产量增速 单位: %



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 2: 国内沥青产能 单位: 万吨

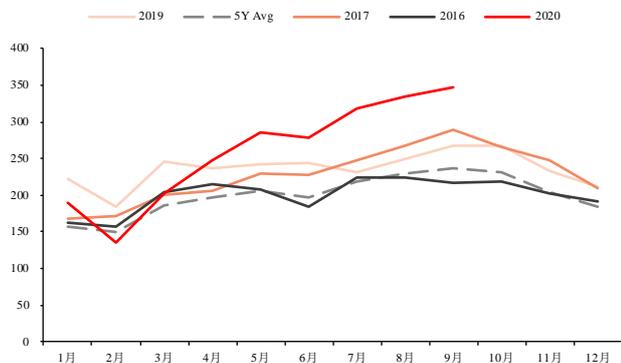


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

### 炼厂开工率持续攀升

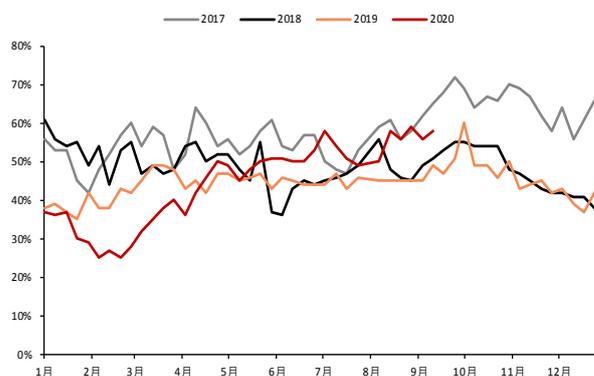
今年以来,国内炼厂开工率呈现先抑后扬的走势,一季度受国内新冠肺炎疫情影响,炼厂开工率大幅走低,二季度炼厂开工率开始企稳回升。二季度炼厂开工率的持续攀升主要受两方面因素的推动。一方面是因为国内年初受到新冠肺炎疫情的影响,一季度炼厂开工率同比下降明显,二季度随着国内复工复产节奏的逐步加快,国内物流率先恢复,炼厂在一季度大量累积的库存开始部分转移到社会库存,使得炼厂库存高位回落,库存压力得以缓解,为后期炼厂开工率的攀升奠定基础。另一方面,在一季度原油大幅下挫的过程中,炼厂利润持续走高,且相比往年利润明显要高很多,造成炼厂生产积极性大幅提升,在国内复工复产背景下,炼厂为了弥补一季度产量的空缺,加大马力生产。我们看到,5月中旬炼厂开工率已经基本恢复到往年正常水平,7月初已经达到历年同期高位水平,目前炼厂开工率高位水平维持两个多月,由此带来二季度沥青产量明显增加,而三季度产量则进一步增加。三季度初,国内沥青累计产量已经超越去年同期水平。目前炼厂开工率已经回升到了历史同期高位水平,阶段性的供应压力陡增,沥青期价由此展开了一波明显的下跌走势。

图 3: 国内沥青产量 单位: 万吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 4: 炼厂沥青装置开工率 单位: %

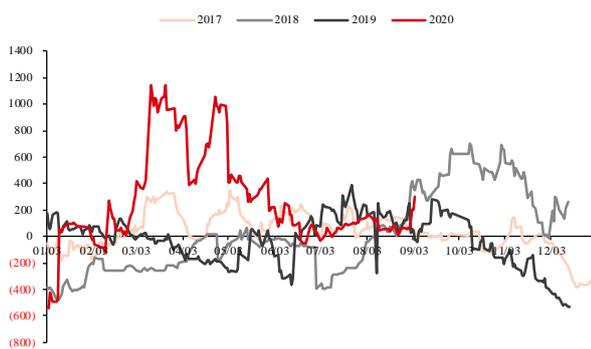


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

### 炼厂生产利润低，但仍好于焦化利润

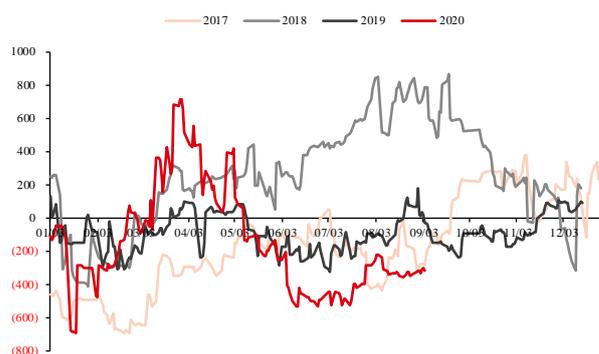
因沥青价格的大起大落，带来今年炼厂生产利润也跟随一起大幅波动。2-4月份，总体受益于原油价格的大幅下行，炼厂生产利润明显好于历年同期，且绝对值处于很高的水平；这也为后期的开工率回升埋下了伏笔。5月开始，随着原油价格的持续反弹，炼厂生产利润开始重新回落，到6月中旬，炼厂利润基本回落到盈亏平衡点附近，且维持了较长的时间。参照国内产量的变化，二季度因炼厂利润持续向好叠加工厂赶工，产量明显回升，但相比去年同期的累计量仍有所减少，主要是一季度受国内疫情影响带来上游停工减产导致的。但7月累计产量已经赶超去年同期水平，目前产量进一步增加。炼厂生产利润绝对值不高，但仍持续好于焦化利润，带来后期转产动力不足，预计炼厂高开工率将维持较长时间，直到炼厂库存压力重新显现，但因下游目前正处于传统季节性旺季，预计炼厂库存的累库压力不会这么快出现，因此，后期炼厂将维持高开工率，除非后期焦化利润改善明显，出现转产的可能。

图 5: 山东炼厂综合生产利润 单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 6: 焦化利润 单位: 吨



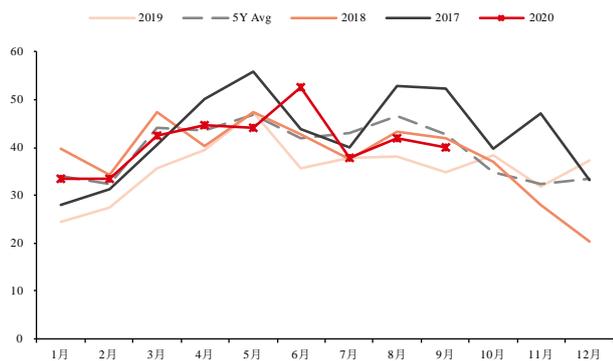
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

### 进口量维持稳定，原料短缺未现

随着国内产能的不断增加，沥青进口量趋于稳定，从之后的船期来看也并没有明显异常，预计沥青后期进口量对于供应的影响较小，且季节性来看，四季度将是进口沥青的淡季。

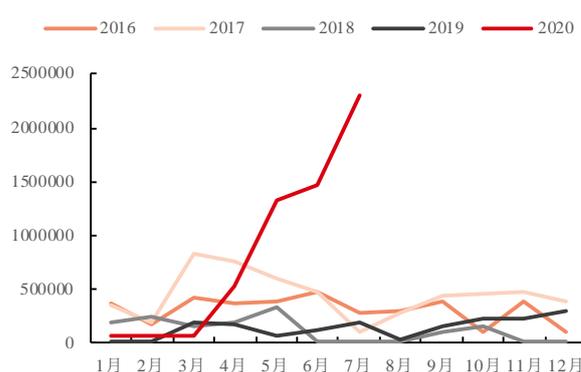
今年美国进一步加大了对委内瑞拉的制裁，造成国内马瑞油进口量停滞，与此同时，国内稀释沥青进口量4月份开始大幅攀升，这主要是一季度国内炼厂生产高利润的驱使以及其作为马瑞油的替代品。目前炼厂生产利润持续低位，预计后期进口量增幅有限。这也同时说明，沥青后期要出现原料短缺的可能性不大，其替代品种较多，只要原油不短缺，沥青原料或难以出现短缺。

图 7: 国内沥青进口量 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 稀释沥青进口量 单位: 吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

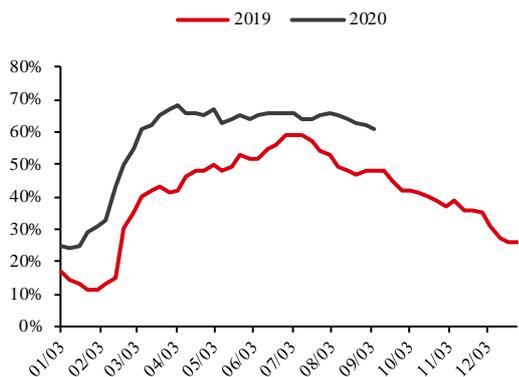
### 炼厂库存回升, 社会库存去库缓慢

今年以来的炼厂库存变动可以分为以下几个阶段。一季度因下游需求淡季, 库存呈现季节性累库, 3月中旬库存达到顶峰后, 开始逐步回落。3月中旬到4月中旬, 炼厂库存开始持续下降, 主要是因为国内在疫情冲击后复工复产的持续, 带来物流恢复之后, 大部分炼厂库存开始转移至社会库存, 同时炼厂订单也开始好转, 当时沥青的下游实际需求仍处于淡季, 并没有真正吸收这部分库存的量, 而多是投机性需求的消化。炼厂库存在4月中旬开始步入新的阶段, 库存创下往年同期的低位, 该趋势一直维持到7月初, 这期间库存的下降则主要来自两个方面因素影响, 一是, 4月下旬开始, 国内下游开始出现赶工情况, 下游需求开始真正消耗库存, 而到了6月中下旬则因为南方季节性雨季来临, 实际需求有所放缓, 更多来自中下游的囤货需求导致炼厂库存进一步下滑。因此, 在整个炼厂库存下降的过程中, 上游没有任何销售压力, 现货价格则也更多的呈现出易涨难跌的局面, 我们看到的是4月中旬开始, 现货价格触底回升, 一直处于上升通道中。7月开始, 因炼厂新增产能的陆续开启, 供应量大幅攀升, 与此同时, 需求受到国内季节性雨季的影响, 呈现淡季特征。供需格局重新转弱, 库存开始持续累积。

二季度, 我们看到的是上游开工率的持续回升, 以及产量的持续增加, 但炼厂库存仍能保持低位且还在持续下行的过程中, 我们认为, 至少可以反映出二季度下游的需求是超出市场预期的, 主要是实际赶工需求的回升叠加囤货需求的快速攀升, 尤其国内复工复产提振了市场信心, 市场预期后期基建投入将较往年有明显增加, 因此, 投机需求显得更为旺盛。从当时的显性社会库存来看, 社会库存并没有明显增加, 二季度产量的增量, 要么被下游真正消化掉了, 要么则是显性库存隐性化了, 这也是当时市场上比较有争议的焦点。站在当时的背景下, 从沥青社会库存来看, 我们看到的是, 库存并没有明显回升, 且从后期下游需求季节性推断, 随着南方梅雨季节性的过去, 后期将迎来下游需求的重新回升, 社会库存也有望迎来

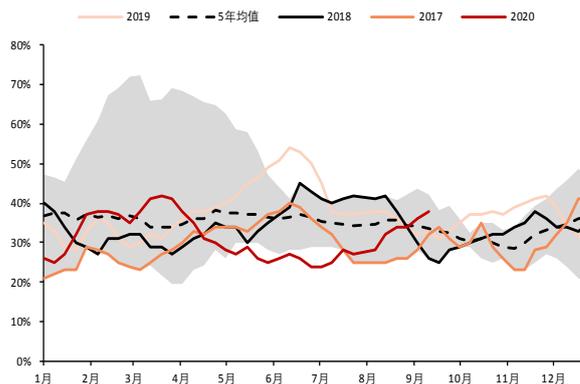
季节性去库。因此，整个二季度现货市场情绪明显好转。而进入到三季度中期，因为供应的重新增加，以及实际需求迟迟不能释放，社会库存季节性去库明显晚于往年，且去库力度也不及往年。同时，二季度投机需求的旺盛更多是提前透支了后期的实际需求量，因此，三季度在供应充裕的背景下，市场悲观情绪显现带来投机需求大幅下降，预计中的旺季需求也迟迟没有见到回升，在供需双重压力下，9月沥青期价破位下行。

图 9： 沥青社会库存率 单位：%



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

图 10： 炼厂库存率 单位：%



数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

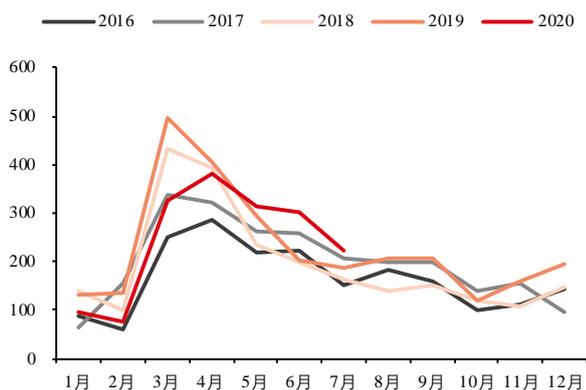
### 实际需求一般，基差仍偏弱

今年沥青下游需求主要受到国内洪灾的影响，表现一般，库存及基差均可以印证。国内社会库存去库滞后且力度较小，而二季度以来华东地区基差同比偏弱的状态一直维持至今，其他区域也是如此，山东及东北还处于负基差的状态。

从国内摊铺机销量来看，近两年一直维持增长态势，但需求迟迟未见释放。这或也是预期与现实之间的差距。二季度国内出现了赶工了需求回升，但北方受制于天气，总体增加有限，更多是投机需求增加的提振。

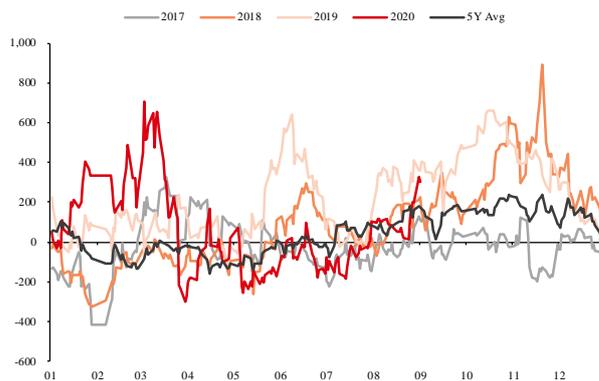
从国内的公路投资数据来看，上半年呈现的增加态势，相比往年有进一步的增幅。因此，今年旺季需求大概率会延后，目前在原油价格新一轮下跌带动下，沥青价格也在大幅度调整，后期关注炼厂的重新去库拐点，微观指标中本周基差开始有所好转。

图 11: 摊铺机销量 单位: 台



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 华东沥青基差季节性 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 成本端拖累显现

原油供应端减产的力度逐步减少, 而需求因海外疫情持续, 仍然受到较大的抑制, 目前原油出现破位下行的走势。原油对于沥青价格走势的影响, 主要通过炼厂利润来传导的, 原油走弱将使得炼厂生产利润转好的可能, 带来后期上游产量减少的可能性降低。因此, 沥青价格的止跌还需看到原油价格的企稳。

### 后期行情展望

后期供应变化判断, 从产能来看, 后期供应仍将维持旺盛, 而从炼厂生产利润来看, 目前炼厂生产利润处于低位, 基于原油的走弱, 利润将有所改善, 且沥青生产利润持续好于焦化利润, 因此, 转产动能暂时不会出现, 而炼厂库存在回升, 但并未到库存有压力的时候, 因此, 供应将难以减少, 后期或要等到炼厂库存出现压力, 才能出现供应拐点。需求端, 9-10 月是下游传统旺季, 当下库存反映出旺季消费并没有大量提升, 今年旺季需求大概率推延, 等待后期供需拐点的显现, 预计 9 月沥青价格将维弱势, 10 月或可等待触底后的反弹机会。

## ● 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理行独立判断。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力。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

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)