



南华期货
NANHUA FUTURES

股票简称：南华期货
股票代码：603093

NANHUA
BRINGS YOU MORE

乱花渐欲迷人眼

咨询服务部
顾双飞
2019.12

目录

Contents

01

焦化？沥青？炼厂无所适从

02

掣肘需求的资金面？有亮点

03

供给投放增量？成本端变数

04

2020年沥青行情——谨慎乐观

05



南华期货
NANHUA FUTURES

焦化？沥青？炼厂无所适从

沥青指数日K



资料来源：彭博财经 南华研究

沥青2006合约日K



资料来源：彭博财经 南华研究



南华期货
NANHUA FUTURES

01

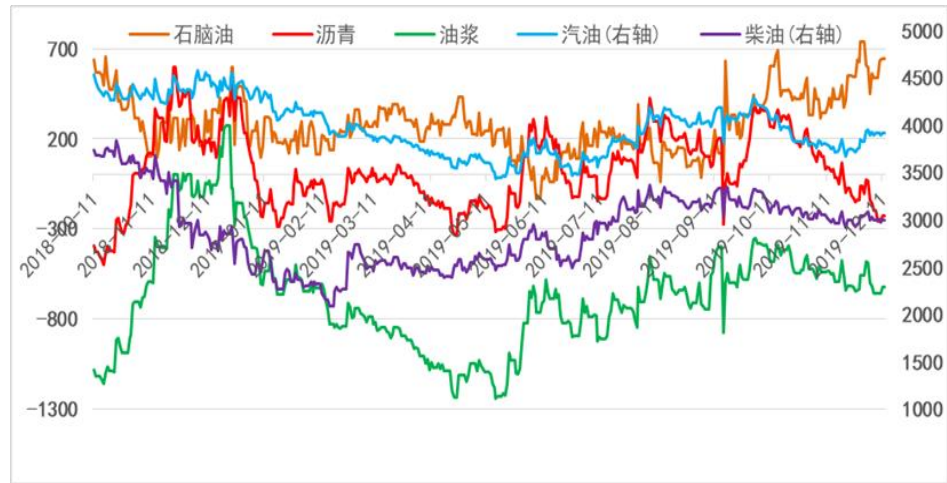
焦化？沥青？炼厂无所适从

哪边利润都不好

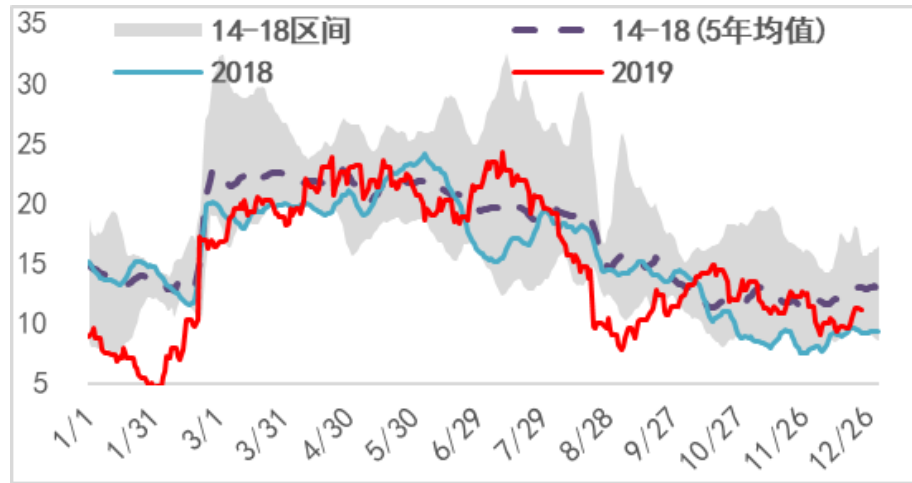
■ 2019年沥青加工利润大部分时间都处于炼厂舒适区

■ 沥青供给过剩

各油品裂解价差（对布伦特）汇总 （元/吨）



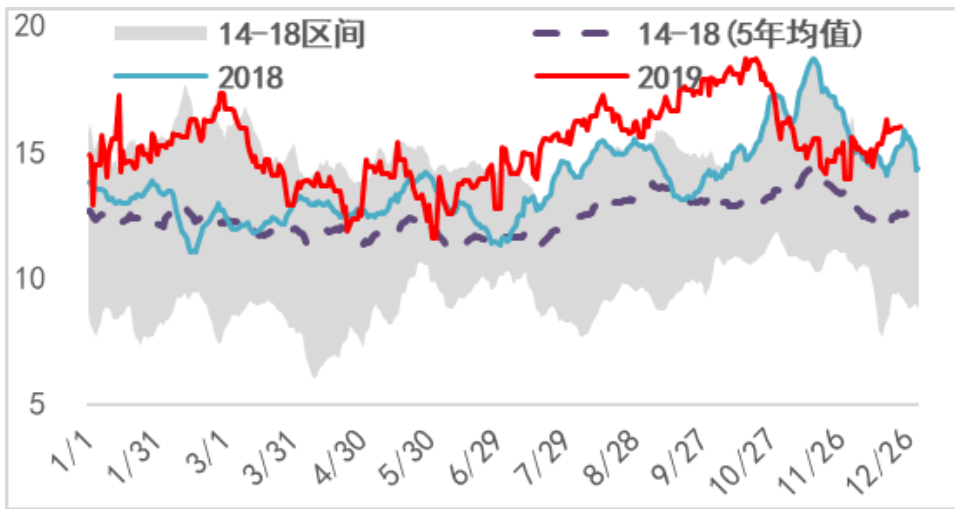
北美汽油裂解价差历史区间（美元/桶）



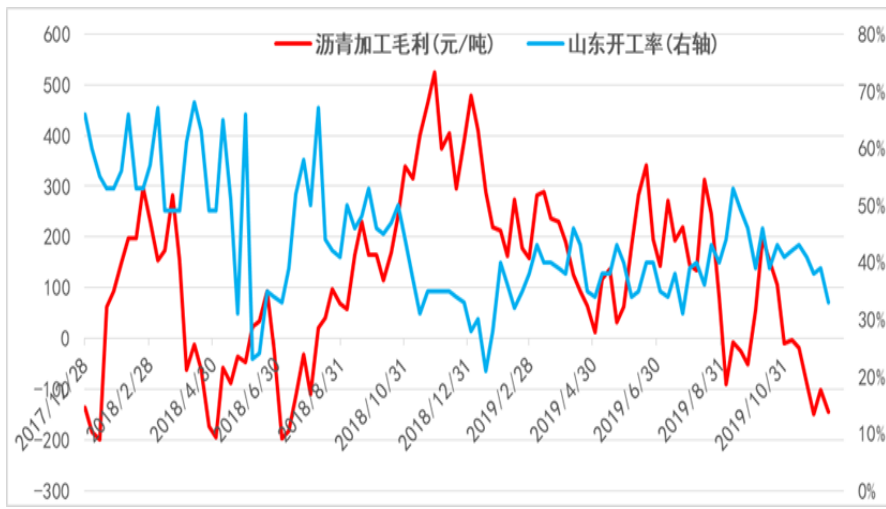
资料来源：钢联数据 Bloomberg Wind 南华研究

- IM2020利好柴油需求，但由于国内没有放开成品油出口，利好传导不到国内
- 加工利润拐点提前开工率拐点相对明显

ICE欧洲柴油裂解价差历史区间（元/吨）



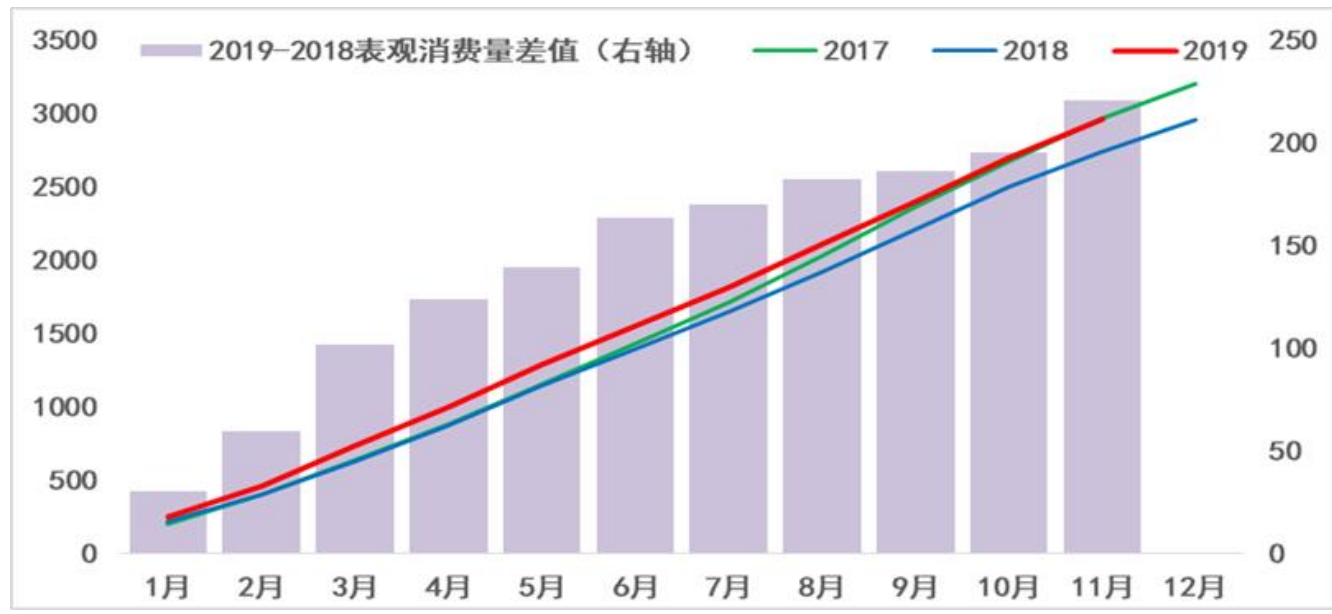
沥青加工毛利 VS 山东开工率



资料来源：Bloomberg 百川资讯 南华研究

2019年下游消费尚可，无奈产量太多

沥青表观消费年度变化（万吨）



——2019年较2018年
表观消费增量较大

——原油中枢下移，
炼厂维持利润

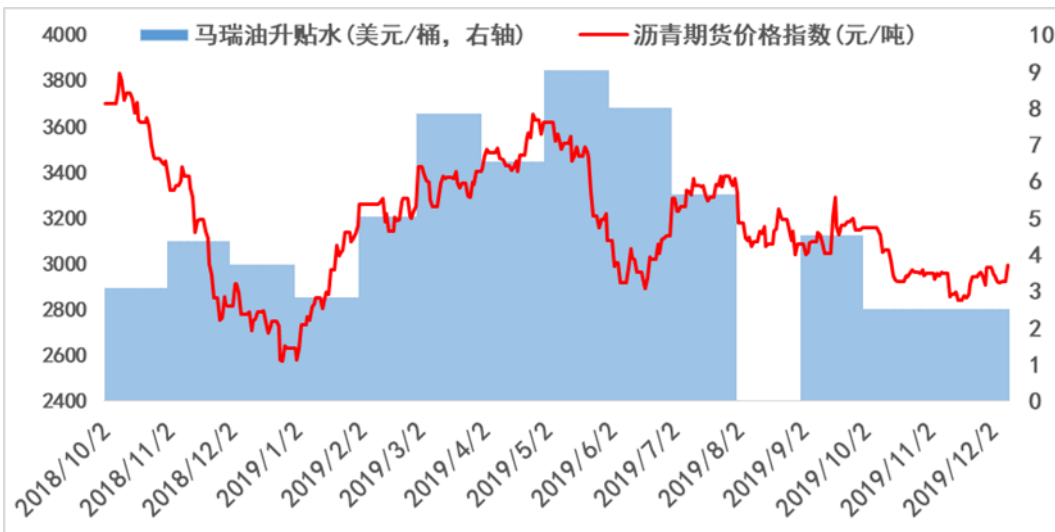
供给端的突发事件很难形成持续的价格驱动力

时间	事件	影响
8-21	暂停委内瑞拉马瑞油进口	涨幅：2.9%；维持时间：1天
9-13	沙特石油设备遇袭	涨幅：8.5%；维持时间：2天
9-20	中石化华东地区排产计划缩减	涨幅：0.9%；维持时间：1周

供给端突发事件难以对盘面有持续影响

马瑞油断供影响多次被市场证伪

2019年沥青价格指数走势以及马瑞油升贴水



马瑞原油替代品越来越多

- ✓ 巴士拉
- ✓ 沙中、沙重
- ✓ 加拿大冷湖
- ✓ 杜里

马瑞油通过转口贸易进口



02

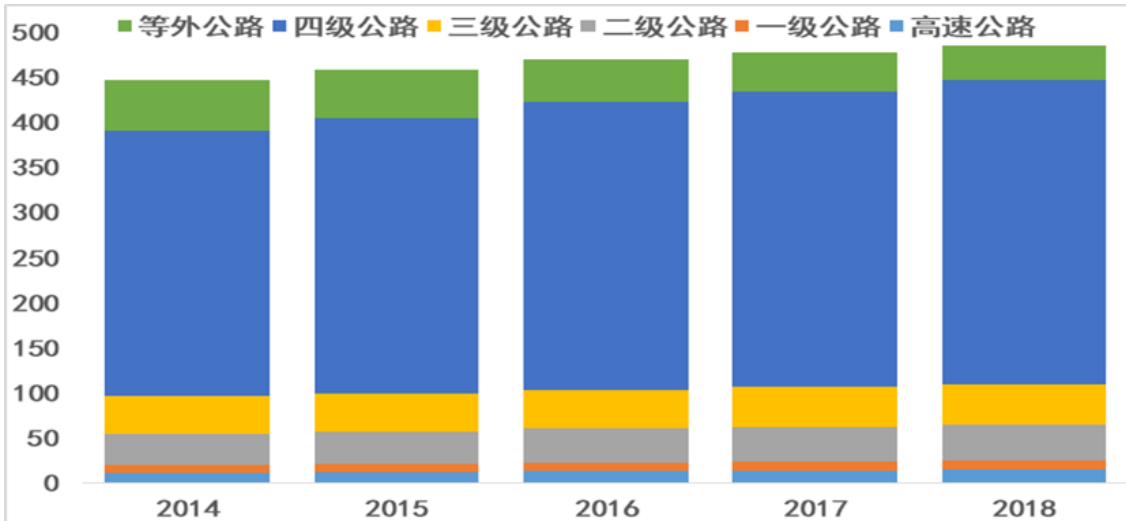
掣肘需求的资金面？有亮点

宽松的暖风徐徐吹

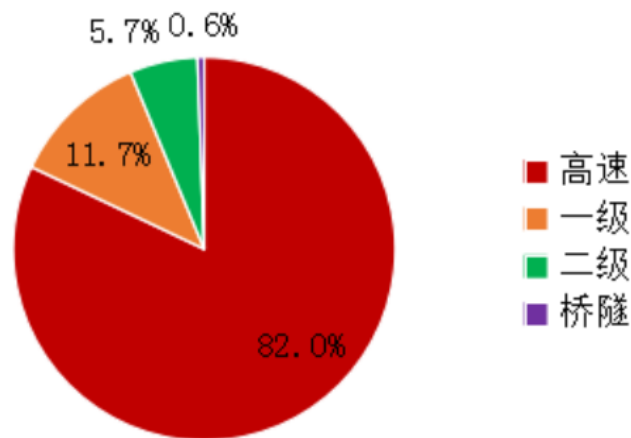
—— 高速公路、一级公路、二级公路构成收费公路主体

—— 四级公路、等外公路路面摊铺材料混乱，有相当一部分用混凝土摊铺，即使用沥青也是低等级沥青

我国公路累计通车里程按等级（万公里）



收费公路技术等级构成（2018）

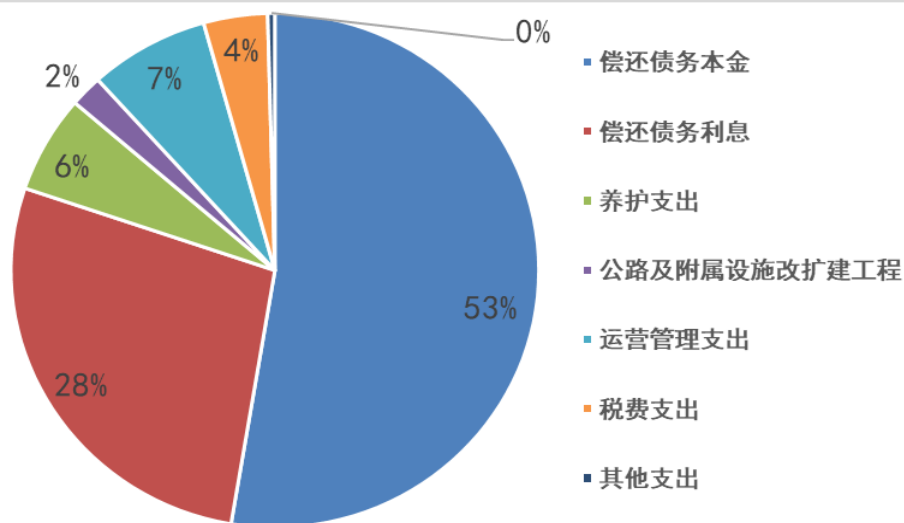


亏

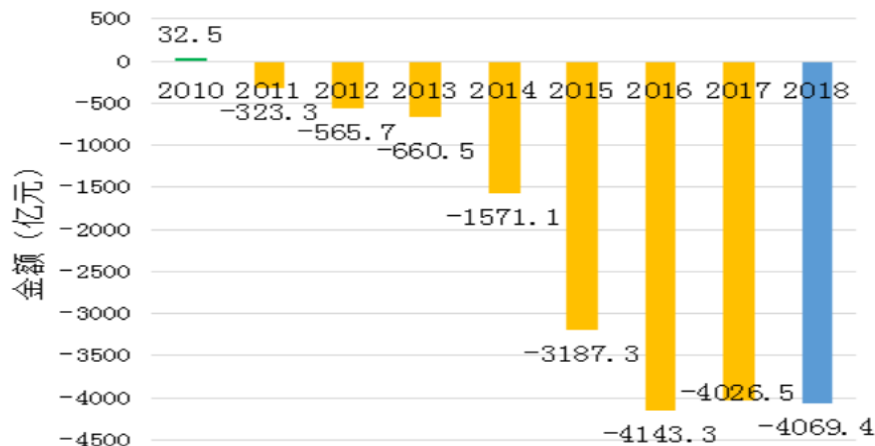
2018年度，全国收费公路支出总额9621.8亿元，收入总额5552亿元

2018年末，全国收费公路债务余额56913.6亿元，比上年末净增4070.1亿元

收费公路债务：高速公路53666.2亿元，一级公路2030.5亿元，二级公路113.4 亿元，独立桥梁及隧道1103.5亿元



收支平衡结果（2010-2018）

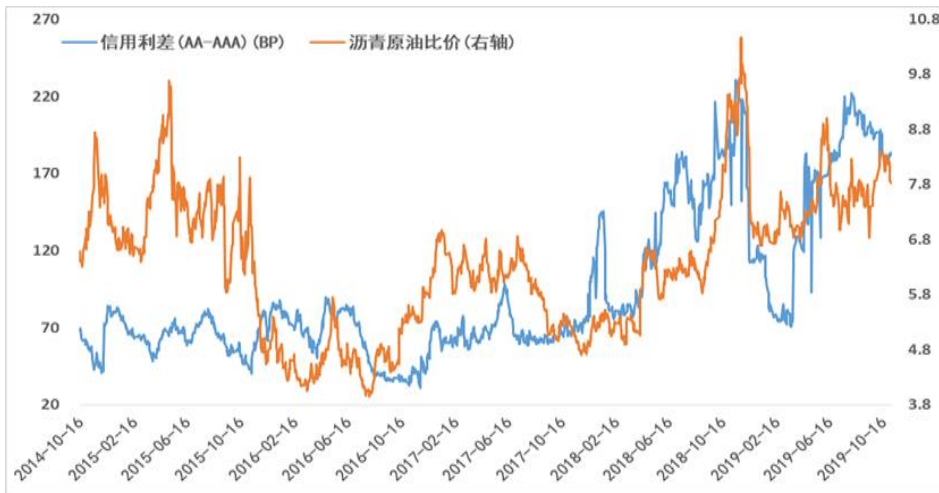
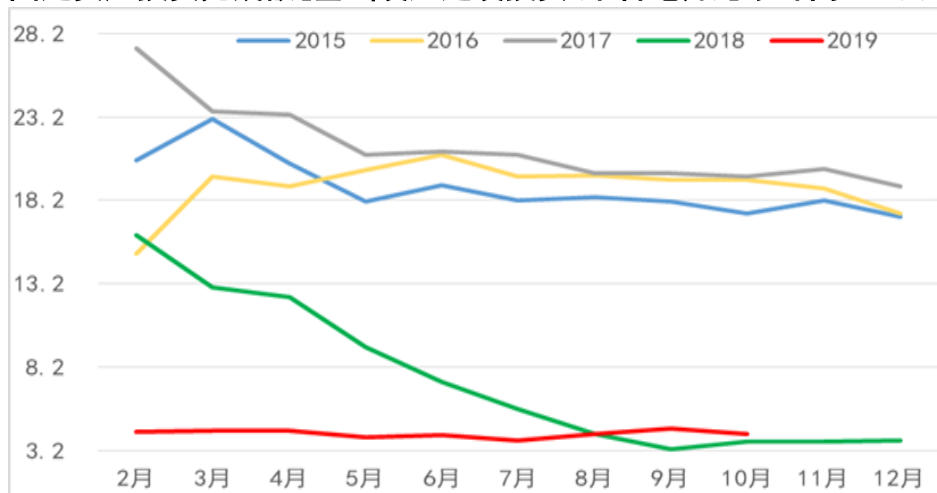


2019年财政货币政策已经有所回暖

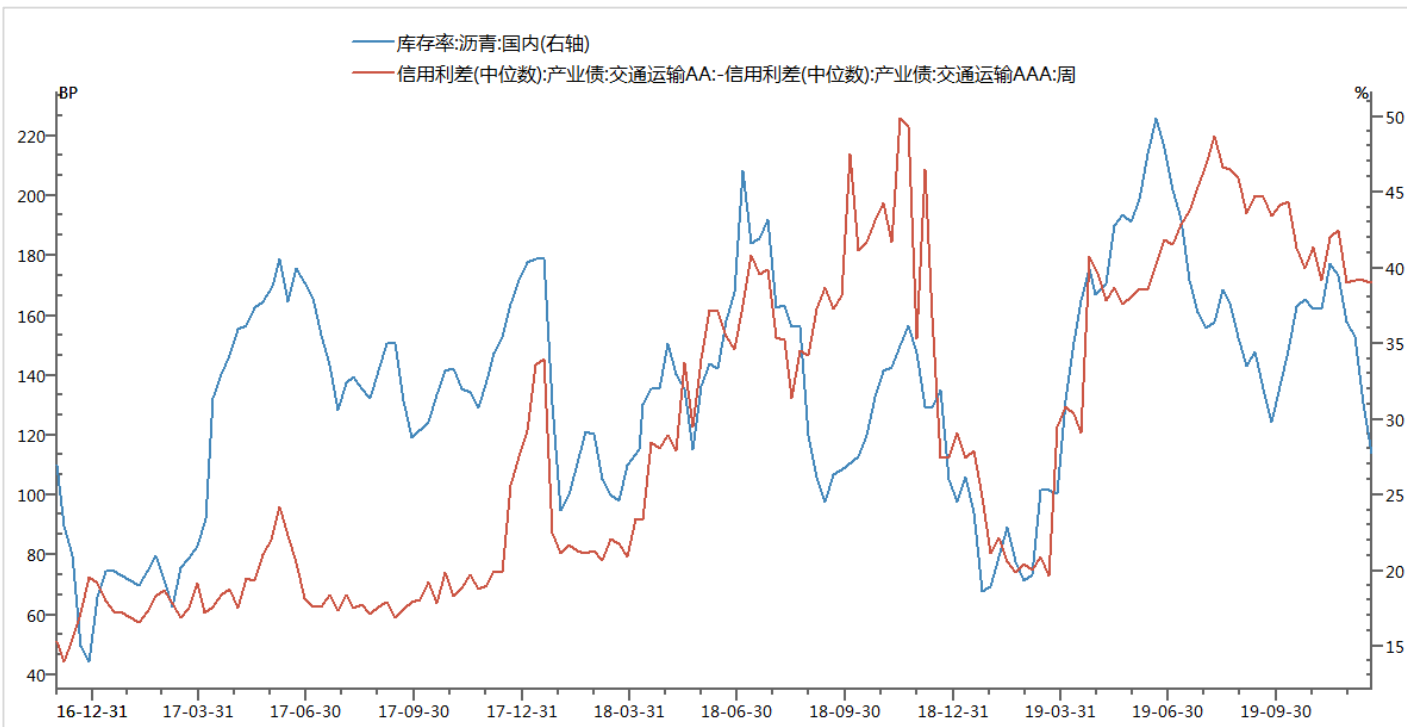
——2018年下半年资金压力陡增，固定资产完成额大幅下降

——2019年逐步消化，逆周期因子重启，基建企业营收增速（8.7%）复苏远好于宏观指标（3.2%）

固定资产投资完成额[基础设施建设投资(不含电力)]累计同比 (%) AA-AAA级交通运输产业债信用利差和沥青原油比价相关性



AA-AAA级交通运输产业债信用利差和沥青库存率相关性



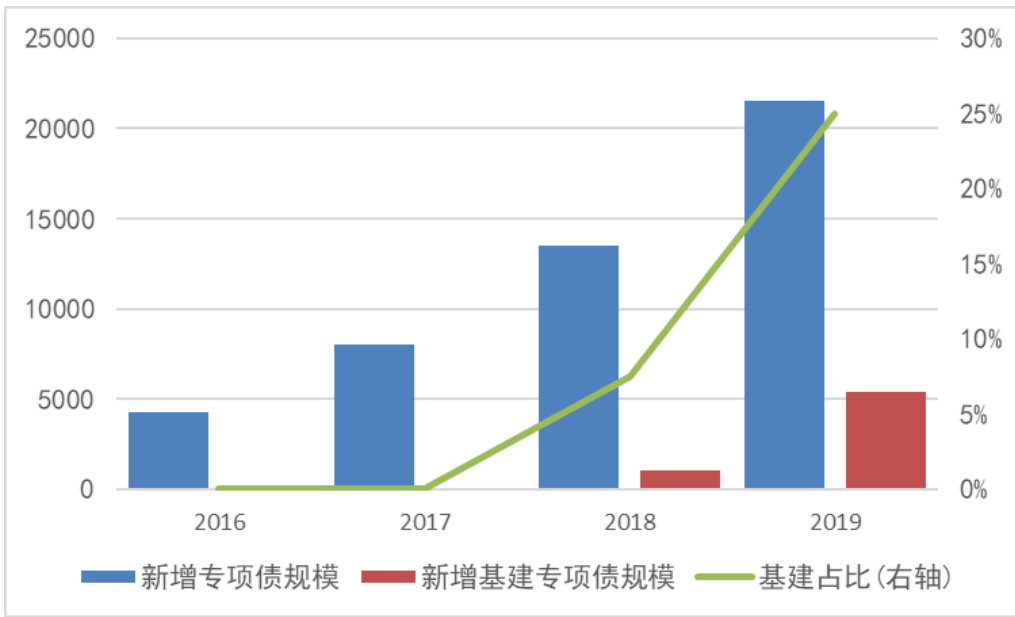
——11月27日，财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。

——同一天，国务院下发了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，通过专项债作为项目资本金的模式加大逆周期调控力度对明年基建投资的影响。

——提前下达的专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。因此，本次提前下达的1万亿专项债应该主要用于基建项目。

用于基建的专项债比重：大幅提升

专项债历年新增规模（亿元）

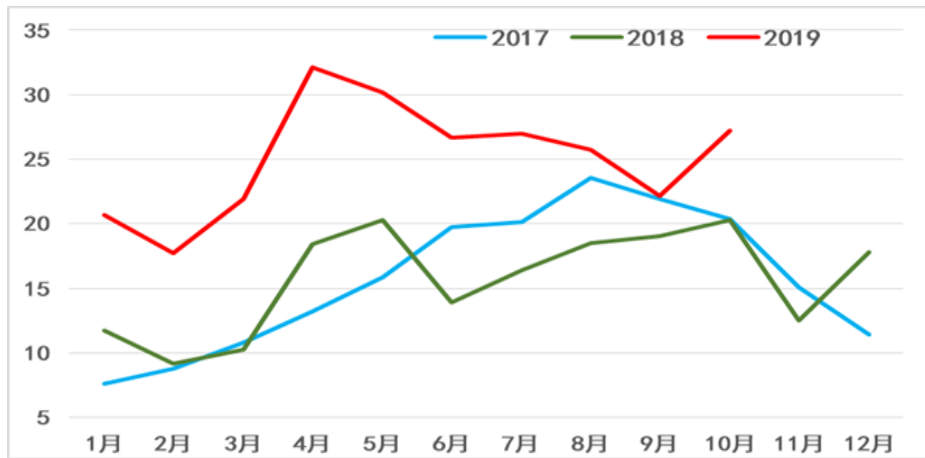


- 土地储备和棚改资金依旧主导
- 基建专项债占比亦逐年提升
- 19年6月下发通知，专项债部分资金可用作项目资本金，但占专项债总规模比重不能高于20%
- 2020年提前下发的1万亿专项债中若用于资本金比重为1000亿，按撬动5000亿资本金算，合计撬动**14000亿**，较2018年**5400亿**大幅提升

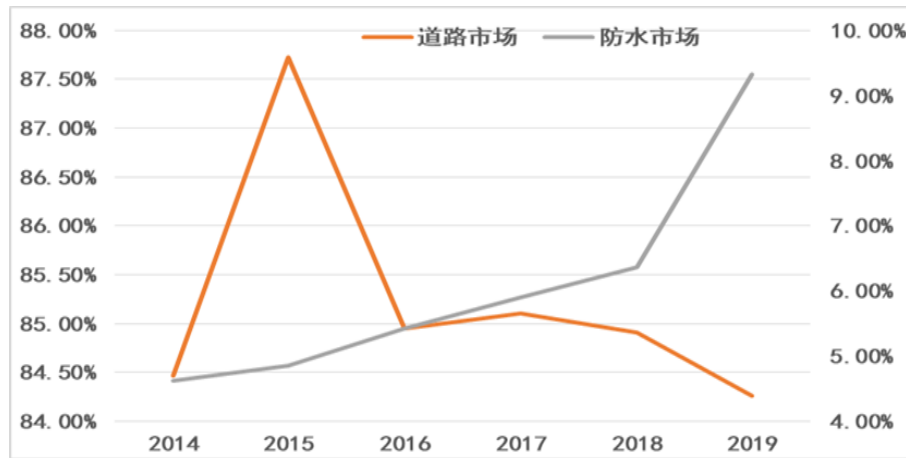
防水沥青需求增加亮点

- 城市基础设施建设（地下轨道交通类）大规模推进
- 房地产项目单位沥青用量的逐年增加

防水沥青月度消费季节性（万吨）



沥青下游消费比例演变





03

供给投放增量？成本端变数

民营炼化产出的汽柴油、未转化油
成本逻辑先于供应逻辑

民营大炼化汽柴油产能冲击焦化市场——成品油出口配额能否落地

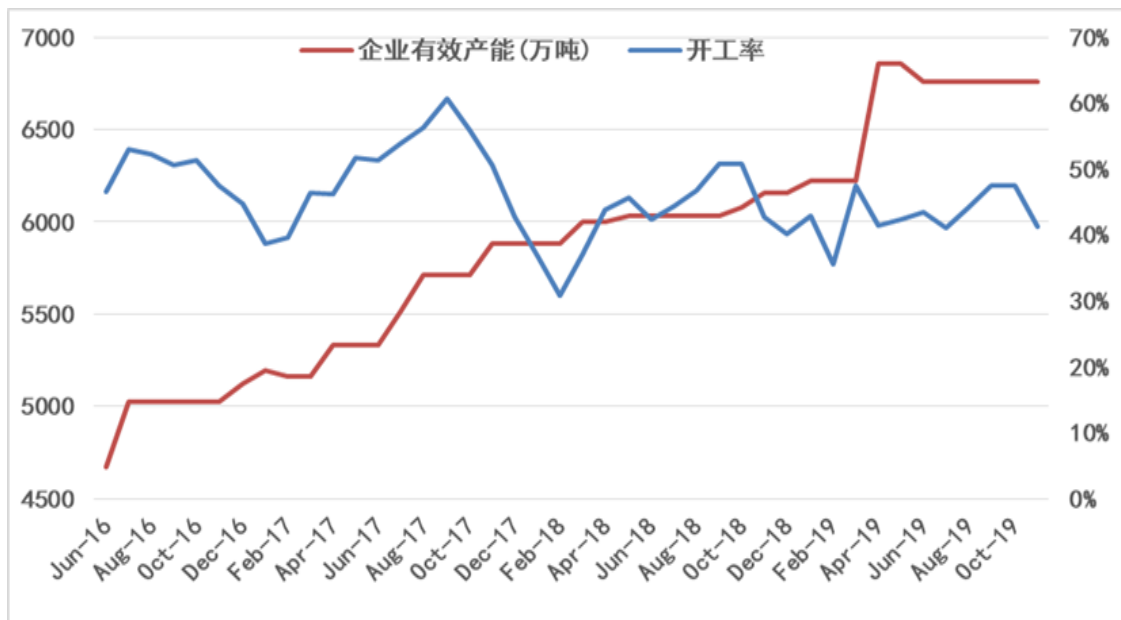
民营炼化油品产能（万吨/年）及收率

油 品	浙石化		恒力石化		盛虹石化		恒逸文莱	
	产能	收率	产能	收率	产能	收率	产能	收率
汽 油	760	19%	470	23.5%	290	18.13%	260	32.5%
柴 油	330	8.25%	170	8.5%	60	3.75%	180	22.5%
煤 油	570	14.25%	360	18%	120	11.88%	120	15%

- 炼化一体化的炼厂和传统地炼相比，汽油收率大致相同，柴油收率相对偏低。这主要因为炼化一体化炼厂普遍通过柴油加氢裂化装置将柴油裂解成了石脑油，通常石脑油收率可达60%，而传统地炼的石脑油收率通常只有20%左右。
- 目前地炼汽油产能在7000万吨左右，三大国内炼化新增汽油产能就达1500万吨以上。

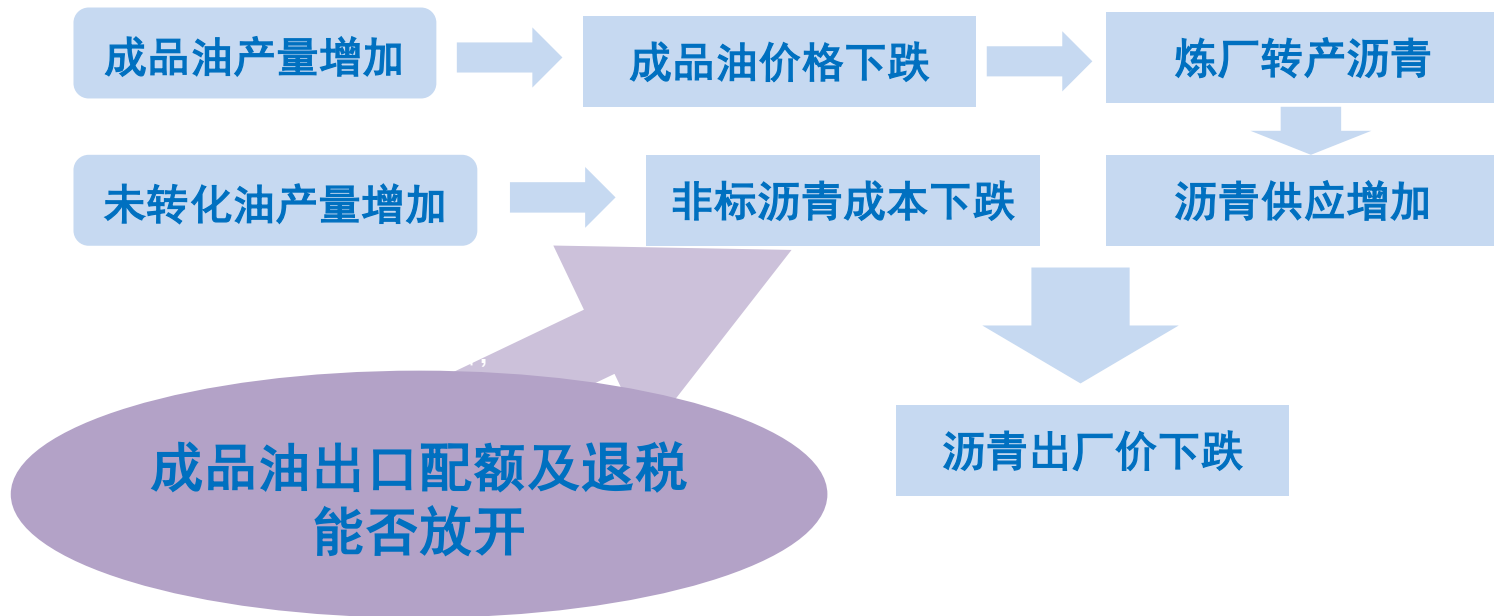
未转化油产量增加，冲击非标沥青成本

国内沥青产能及开工率（万吨）



- 恒力石化新增600万吨非标沥青产能（溶脱沥青，不能用于重交）
- 恒力石化也产未转化油外卖，作为溶脱沥青的原料
- 浙石化、盛虹也会产未转化油
- 未转化油供应增加，冲击非标沥青成本

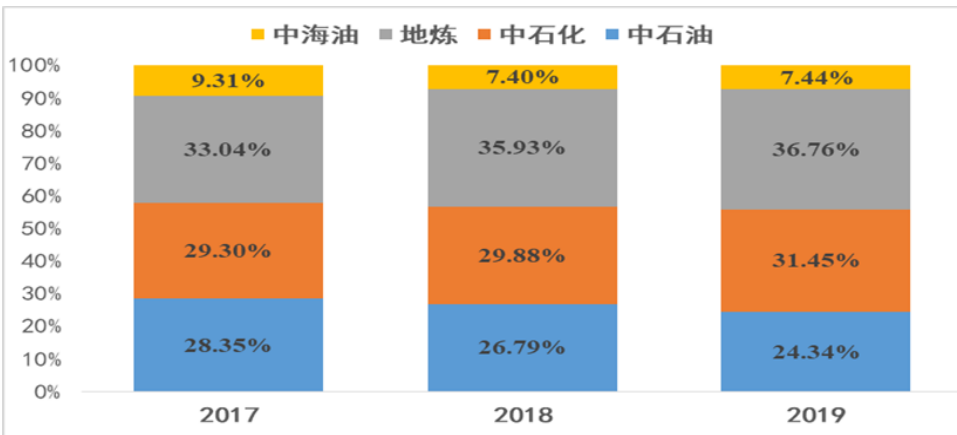
炼化产业链环环相扣



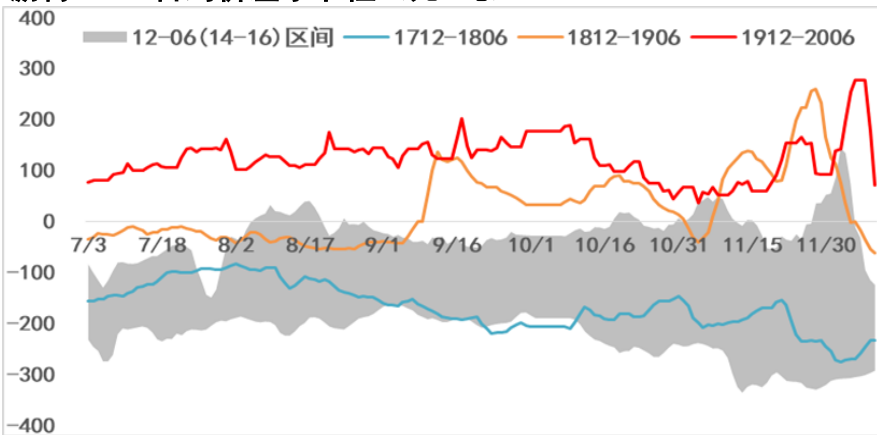
主营炼厂对沥青价格的主导定价

- 加工利润亏损下的主动挺价，地炼定价大多参考主营
- 2019年冬储政策迟迟未出

沥青年度产量占比（按所属）

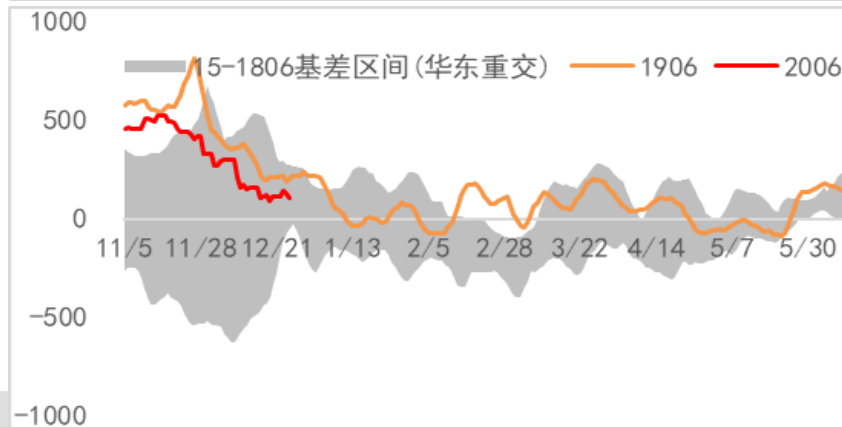
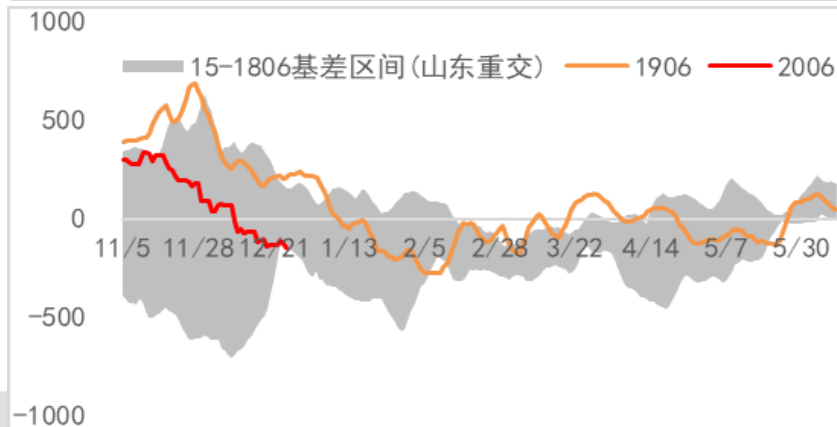
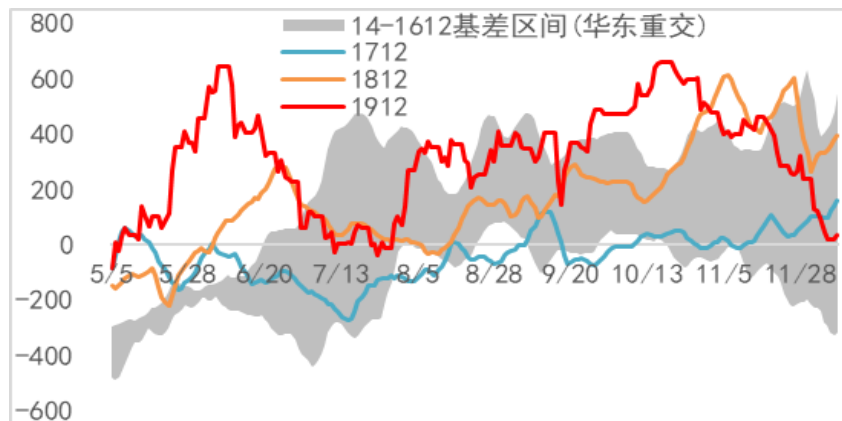
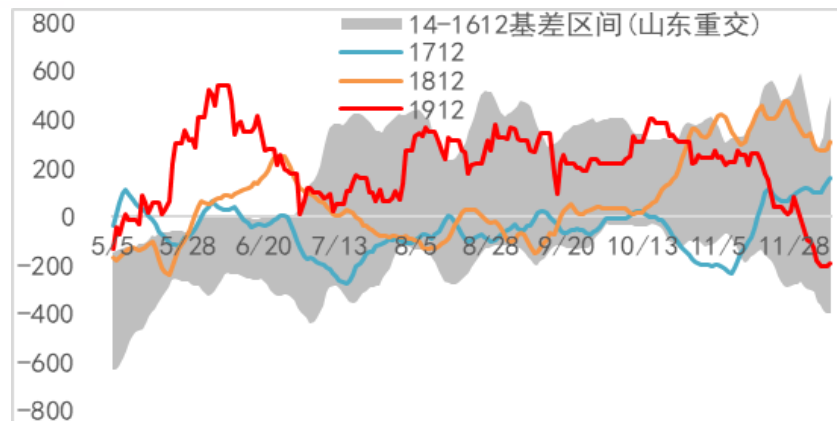


沥青12-06合约价差季节性（元/吨）





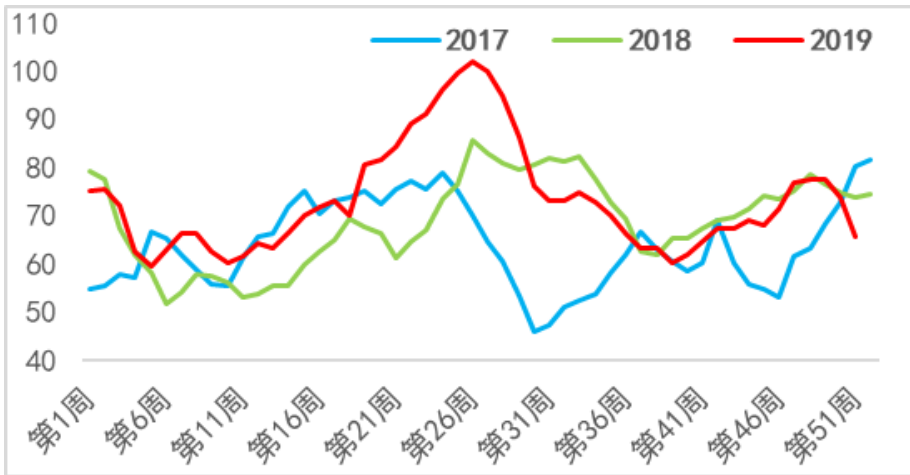
供给投放增量？成本端变数



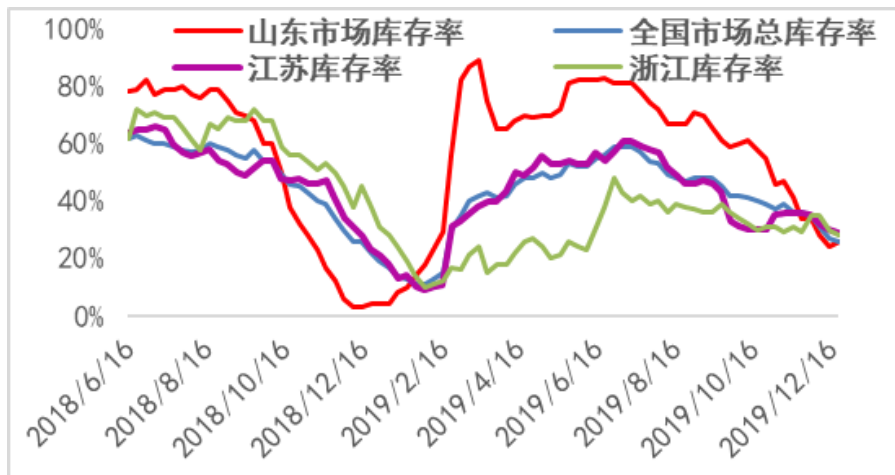
成本逻辑先于供应逻辑

厂库社库双降——炼厂和贸易商博弈

国内沥青周度库存季节性（万吨）



国内沥青样本社库库存率

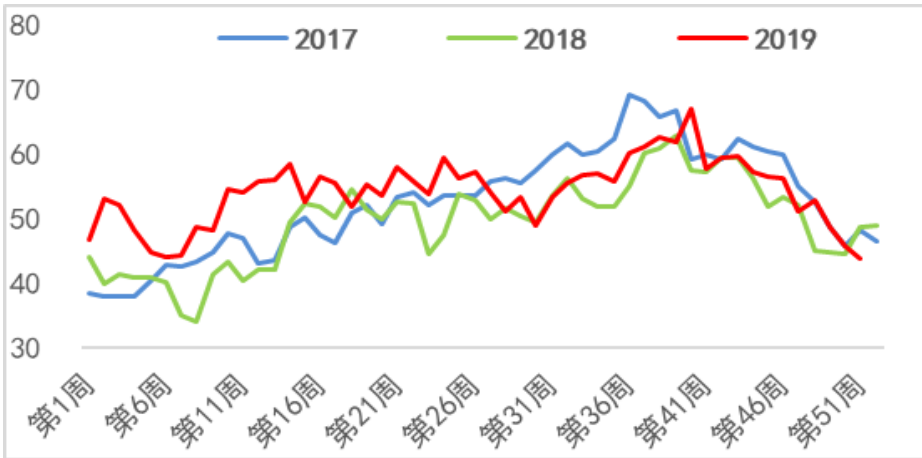


成本逻辑先于供应逻辑

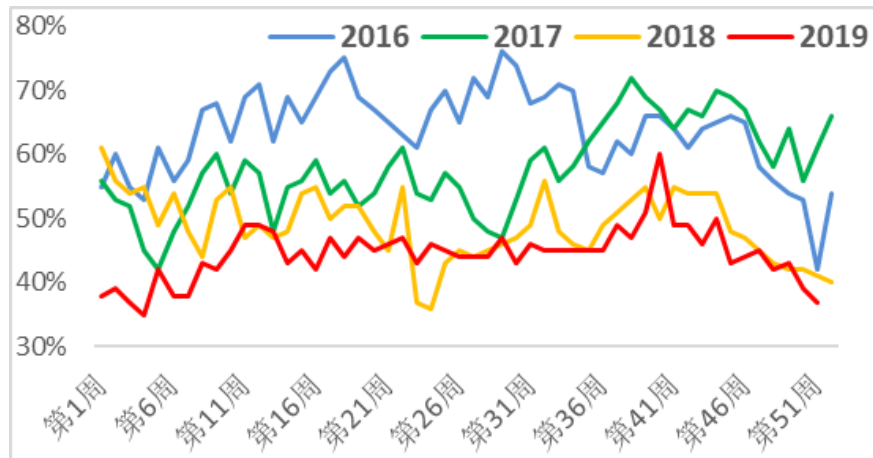
迟迟未见的冬储：炼厂主动减产去库挺价，贸易商踌躇

原油强势叠加焦化旺季启动

国内沥青周度产量季节性（万吨）



国内64家样本炼厂沥青周度开工率季节性





南华期货
NANHUA FUTURES

04

谨慎乐观看待2020年沥青行情

乱花渐欲迷人眼

上半年行情机会确定性相对较大

- 专项债提前下发，资金面先发制人
- 原油不断走强，定价权慢慢由贸易商向炼厂倾斜
- 目前冬储尚未明确启动，一旦原油继续走强，贸易商可能恐慌性采购
- IM2020初期助推MGO需求，前提是尽快放开成品油出口政策



中长线做多沥青裂解价差

短期BU2006合约下方空间有限，极限2950元/吨；而上方预期3300元/吨以上



因素梳理

专项债提前下发增量巨大

成品油出口配额放开

原油短期预计维持强势

IM02020 低硫燃料油出口退税落地

1月份OPEC减产执行率不及预期

民营炼化投产冲击焦化利润

低硫燃料油出口退税政策推迟

成品油出口政策落地推迟

未转化油供给增加冲击非标沥青成本



南华期货官微

南华期货股份有限公司

地址：浙江省杭州市西湖大道193号定安名都A座三楼

演讲人：顾双飞

电话：18988888888

邮箱：abc@nawaa.com

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货
NANHUA FUTURES

首家A股上市期货公司

股票简称：南华期货

股票代码：603093

客服热线 400 8888 910