



沥青行业产业链 SWOT 分析研究

2019 年 11 月 28 日星期四

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

顾双飞

gushuangfei@nawaa.com

0571-89727508

投资咨询证: Z0013611

产能过剩持续，行业垄断或继续加强

应某大型综合贸易加工商要求，针对目前沥青行业产能过剩，下游需求增量放缓，贸易商生存空间挤压的现状，我们调研了业内几家大型的沥青现货贸易、期现贸易公司，就以下问题，归纳总结了本研究报告。

- 1、沥青行业的现状，痛点
- 2、沥青行业的发展空间，价值链中的每一个角色的获利空间点，优势 弱点 机会 威胁。侧重贸易商。
- 3、未来突破口，解决方案。

一、沥青行业的现状和痛点

1.1 需求增量逐年降低，增量市场逐步转变为存量市场

全国道路建设的增长余量放缓，建设重心慢慢由东部转向西部，等级公路的增量需求依旧是绝对重点。但近年来建筑沥青的增量亦不容忽视。

图 1 道路建设通车里程

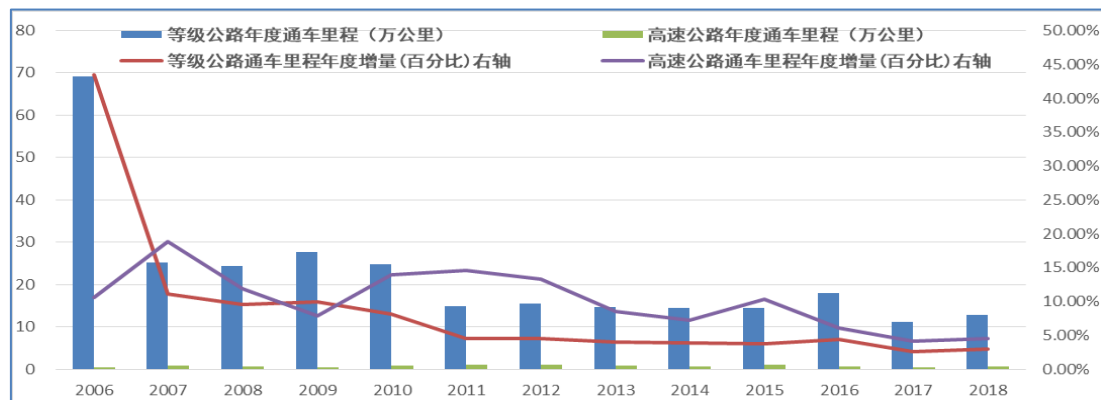


图 2 东西部历年累计交通固定资产投资（亿元）

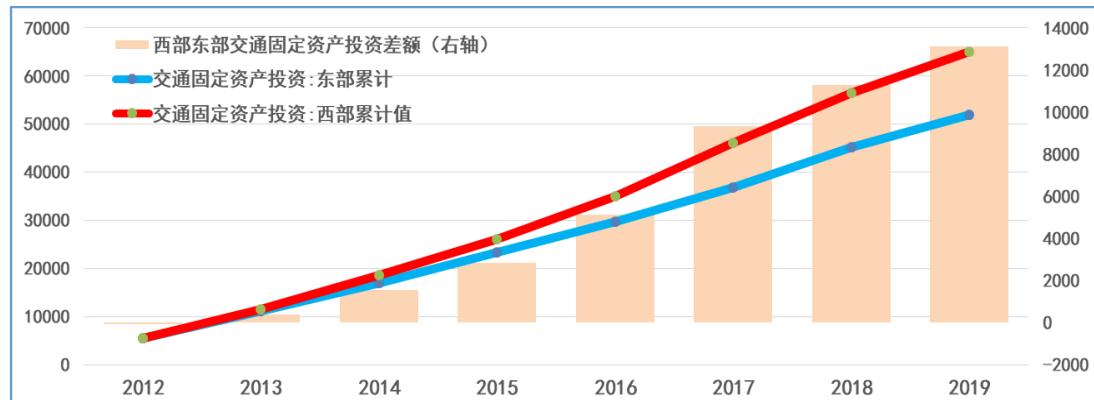
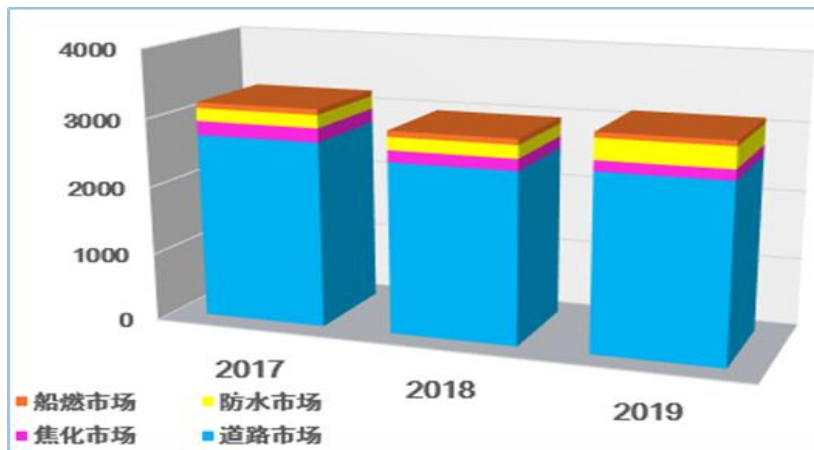


图 3 近 3 年沥青下游消费分布数据（万吨）



防水市场的沥青消费量逐年提高，比重接近 10%。后期的沥青需求端的分析，需要将防水市场的需求也添加入内。

1.2 供给名义上中石油中石化地炼三足鼎立，但中石油对地炼的把控力依旧很高

中国沥青市场的供应主要是由国内炼厂供应和进口两部分组成。国内方面，主要分为四大“集团”。分别是中石化、中石油、独立炼厂，以及中海油（量比较小）。

2017 年开始中石油利用自己原油操作方面的优势，与独立炼厂开展沥青代加工模式。中石油通过中燃油给独立炼厂供应马瑞原油，产出的沥青由中石油销售公司负责销售。通过这样的模式，中石油沥青产量快速增长，带动了沥青整体产量的进一步增长。

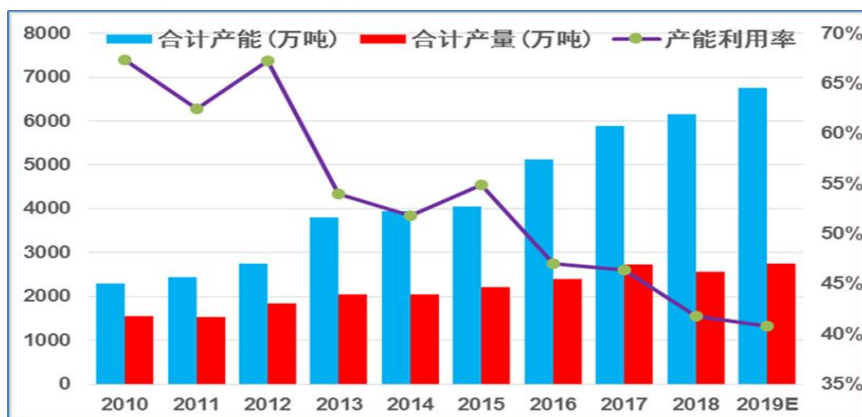
可以看到，中燃油对很多地炼的把控力很高，既控制了原油配额，又负责下游销售渠道。独立炼厂在制定沥青销售计划时依旧受中燃油制约。

作为国有企业，中石油、中石化由于是国有企业在炼厂装置产能、原料供应方面的优势长期存在，因此在长时间内都是最重要的沥青供应方。

1.3 产能过剩格局明显

沥青产能自从 2012 年成品油消费税改革后就开始大规模投放（沥青不需要交纳消费税）。

图 4 近年来我国沥青产能产量演变



上述统计口径包含了部分可转焦化方向的沥青产能，但依旧产能过剩严重，和 PTA 动辄 90% 以上的产能利用率大相径庭。这也导致沥青的供需结构分析中，供给端的变动影响在逐渐削弱，这几年不管是马瑞油断供（替代原油很多）、部分区域炼厂减产等消息都难以对沥青价格产生持续的影响。对价格影响较大的目前看只有原油和下游一直迟迟未见起色的需求。

图 5 今年来沥青供应端驱动对盘面的影响幅度和时间

供应端的波动均是昙花一现

- | | |
|-----------------|------------------------|
| □ 暂停委内瑞拉马瑞油进口 | □ 8月21日，涨幅2.9%，维持时间：1天 |
| □ 沙特石油设施遇袭 | □ 9月13日，涨幅8.5%，维持时间：2天 |
| □ 中石化华东地区排产计划缩减 | □ 9月20日，涨幅0.9%，维持时间：1周 |

未来民营炼化项目投产进一步加剧沥青产能过剩幅度，恒力已经开始产沥青和中间油，未来浙石化和盛虹虽表态不产沥青，但都将增加焦化方向产品的供给，作为对沥青潜在替代产能的压力也不容小觑。

二、沥青产业链 SWOT

2.1 地方炼厂下游产品利润同质，通过原油点价差异化利润空间

地方炼厂的加工工艺、加工利润差别不大。唯一能够拉开差距的只有原油端的点价能力（成本控制的重要一环）。毕竟下游油品和沥青的定价都得参考两桶油定价。但地方炼厂的优势主要也在于小（产品线转换速度快），焦化和沥青方向转化速度快。

2.2 两桶油具成品油及沥青主流定价能力，原油采用月间均价，把控加工利润能力强

大部分沥青独立炼厂的定价都会参考当地国营沥青定价，并在此基础上上浮一定的比例作为自己的沥青定价。两桶油都是基于其本身的原油采购成本的基础并附加一定的加工费作为终端产品定价，原油端就采用月间均价不冒风险点价。原油点价一般在原油价格上涨过程中效果更佳，在原油价格下跌时独立炼厂往往因为点价失误而损失巨大（成本高于主流的月间均价），因点价失误而导致巨额亏损甚至倒闭的独立炼厂屡见不鲜。

2.3 民营大炼化项目的投产增加直馏油及沥青供给，原材料端或有冲击

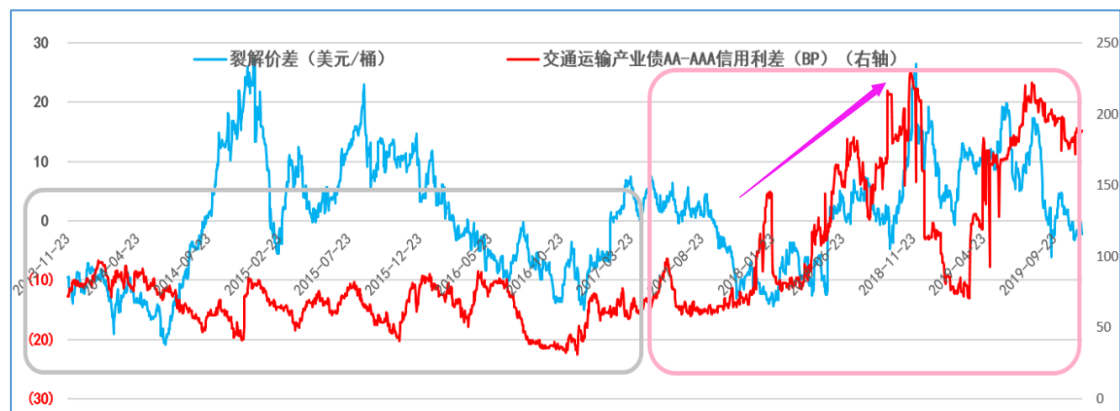
除了恒力石化上线沥青产能（还都是非标廉价沥青），大部分民营大炼化项目目前都没有生产沥青的产能安排。首先恒力今年上半年生产的一大批低价（2400 元/吨左右）的非标沥青已经对当时市场产生了巨大的影响（主流定价纷纷下调）；其次，以后上线的民营炼化项目会大幅增加直馏油的供给，在低硫燃料油（IMO2020 影响）出口退税的问题尚未落地的背景下，这部分新增产能（走焦化方向）首先挤压的是已经过剩的汽柴油加工利润，进而让先有的独立炼厂在用已有沥青产能在转产焦化方向的驱动力下降，无形中又对沥青的供给也增加了压力。其三，新加坡已有因为高硫渣油加氢生产低硫燃料油成本太高而考虑转产沥青的产能释放，导致近期进口沥青价格也有所下滑，未来进口利润逐渐变好的情况下可能也会增加沥青供给。

2.4 下游道路施工项目受限资金面掣肘因素越来越大

下游道路施工的资金问题自从 2017 年下半年以来愈发突出严重。很多项目因为资金未能及时到位而延期开工或者工期延误，让需求预测变得愈发扑朔迷离。等级公路的新增通车里程约为高速公路的新增通车里程的 28.3 倍，如果我们假定高速公路的每公里沥青用量大约是等级公路的 4-5 倍，我们也可以大致推断出等级公路的沥青需求量的 6.3 倍左右。而不同于高速公路的独立盈利能力，等级公路一般都为非收费公路，往往需要通过产业债、专项债、地方政府债等融资渠道来筹措资金。我们通过摘取 Wind 搜集的交通投资类城投债券样本也验证了我们的猜想：目前上市的直接投资于道路建设项目的交投类城投债数量有 48 只，其中所有的等级公路类债券有 31 只，高速公路类债券 17 只。而全部的等级公路类债券的信用等级均为 AA 级，高速公路类债券仅有 2 只债券等级为 AA 级，其余全部的高速公路类债券等级均为 AAA 级。由此，我们采用交通运输类 AA 级信用债和 AAA 级信用债的信用利差来表征下游沥青需求的强弱，如果信用利差处于低位，说明等级公路融资难度相对较低，后期可能带动沥青裂解价

差上涨，反之则说明目前融资难度相对较高，后期可能抑制沥青的下游需求进而导致沥青裂解价差下行。

图 6 近年来交通运输产业债信用利差和沥青裂解价差相关图



近年来资金面的波动对沥青裂解价差的影响越来越大：首先，单独从信用利差的维度看，2017 年后 AA-AAA 级交运产业债的利差中枢较往年明显提高，波动明显变大，这和我们调研下游需求方时普遍反映的资金面问题的掣肘越来越严重不谋而合，之前一直维持在 50-100 个 BP 的波动区间，100 个 BP 基本就是利差水平上限。而最近两年的利差波动水平却已经长期维持在 100-200 个 BP 的波动区间，100 个 BP 反而成为了波动区间下限。其次，近两年来，信用利差和沥青裂解价差的相关程度显著提高（相关性高达 70% 以上），愈发凸显资金面因素在研究沥青下游需求时的重要程度。虽然过去几年利差的相对高点也多次提前预测了裂解价差的拐点，但最近两年来这样的预测效应得到了进一步的强化：利差的高点很多次能够较裂解价差提前见顶，同样的最近两年在 100 个 BP 以下的信用利差水平对后期裂解价差的走强有相当强大的预测作用。

2.5 沥青贸易商

2.5.1 沥青本身运输成本、装卸货成本高，限制区域间价差套利

沥青是一个对储运要求很高的大宗商品。装卸货前都首先需要预先加热，而目前的主流交通运输方式都是有预热功能的储罐车。我们看到沥青仅仅在交割环节，除去 1.5 元/吨/天的社库费用，还需额外缴纳 40 元/吨的入库费用，同样货运成本也较大（仅仅山东到长三角算上开票费用就要 450 元/吨左右）。而大部分情况下山东华东价差是不具备如此大的套利空间的。这就导致区域间套利难度加大，限制了货物流通，容易形成区域性现货紧张，容易被大贸易商操控。

2.5.2 沥青储罐资源相对稀缺，尤其交割储罐（地域稀缺，厂商排他）

结合 2.5.1 中提到的，沥青的区域性套利难度很大。而目前现有的交割库相对又比较少，厂库又有排他性（特别是在冬储、以及消费旺季的时候）。导致有时盘面即使出现了期现套利空间，也不能把货源交到合适的交割库中去等待交割。目前山东就出现了这样类似的情况，结合我们在 1.2 中提到的，即使地方炼厂可以把现在 2900 元的货放到自己的交割厂库里，但是受制于中燃油也不会把低价货拿去交割（国字头价格还定在那边）。其他期现贸易商即使想也很难交到交割库里面去。目前交割库资源在地域还是比较稀缺的，更不用说东北现在都没有交割库（有说宝来在申请）。

2.5.3 大部分沥青贸易商都有稳定的供销渠道，涉及期现交易的贸易商数量并不多

目前我们了解的大部分规模比较大的贸易商都有相对稳定的下游渠道，他们的货源有来自国内的货也有来自韩国的进口货。这部分贸易商大多都不涉及期现操作，需要不断拓展新的业务渠道。（因为大部分有渠道的贸易商的业务模式都是通过稳定的供销渠道实现背靠背的转手交易，基本没有敞口暴露时间，沥青行业的需求端往往都不能和炼厂直接买货，必须有贸易商的存在），仅仅在冬储的时候会涉及到现货囤货。而涉及期现操作的贸易商都是纯做盘面和现货套利，没有固定的下游消费者。期现套利同样需要有较强的储罐租借和调配能力，较其他品种的期现交易的门槛相对较高。

2.5.4 贸易商资金调度

考验贸易商的下游需求方的质量：对于大贸易商来说下游客户关系稳定，而且本身资金周转速度较快，拖欠货款极少发生，资金一般情况下都不紧张；仅仅在冬储的时候因为整体货物周转率下来可能会资金紧张。目前我们了解贸易商在资金问题上都暂无虞。如果是做期现类交易的贸易商，由于现货端的资金占用时间会比较久，就比较考验贸易公司的融资成本和渠道（一般背靠大的贸易集团或者国企会好很多）。

三、未来突破口和解决方案

总的来说，根据我们上面的种种比对，沥青是一个本身供需在逐渐变差，但是其本身商品属性、以及交割制度的设定又相对是一个对多头有利的品种，这就类似一个稳定器，让沥青的盘面波动在整个化工品体系中相对是最小的。这和目前主导沥青主要产量的两桶油也有一定的关系，要保证加工利润（在近期原油强势的情况下也要维持加工利润的存在），即使地炼报价已经很低（推算加工利润已经亏损）。

短期山东地炼的整合还比较遥远，未来两桶油垄断沥青市场，甚至加大垄断沥青市场的格局还将延续，这就会导致沥青继续维持一个相对稳定的价格（特别是在加工利润为负的时候），但是上方空间又会受限于下游的低迷消费。导致沥青的整体波动（确切说是裂解价差的波动）区间也越来越窄。

对于贸易商传统道路沥青的采购节奏来说，目前关注利润盈亏的节奏看似比往年更为重要。近年来沥青加工利润一直较佳，近段时间由于原油强势导致沥青加工利润转亏，我们已经见到了盘面有所异动的修正。当然如果对于大部分传统仅仅涉及现货的贸易商来说本身敞口暴露时间很短，他们所需要的就是不断拓展销售渠道。而对于期现贸易商来说，特别是基差交易的环节，就需要将上述加工利润节奏的把握考虑在内了。

而受益于近年来城市基础设施建设的升级加速（地铁及地下工程项目），以及房地产项目单位沥青用量的稳步增加，防水建筑沥青的需求近年来有明显的增长。差异化的沥青品种贸易或许也是未来贸易商的一个新的业绩增长点。

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 803、804 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏州大道西路 205 号尼盛广场 1 幢 1202 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

济南分公司

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话：0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室 (第 14 层)
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部

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-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 002 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093