

盛于理念 达于机会，盛情服务 达您所需

交易咨询资格：浙证监许可[2023]3号

【盛达半年报】油品产业链

作者：盛达研究院化工组

审核：金叶城 jyc@sdfutures.com.cn Z0018358

2024年06月18日

www.sdfutures.com.cn



盛达期货
SHENGDA FUTURES CO.,LTD.

Catalog 目录

01

2024年上半年沥青、燃油行情复盘

—— FU基本面强于BU、LU

02

2024年下半年沥青、燃油行情展望

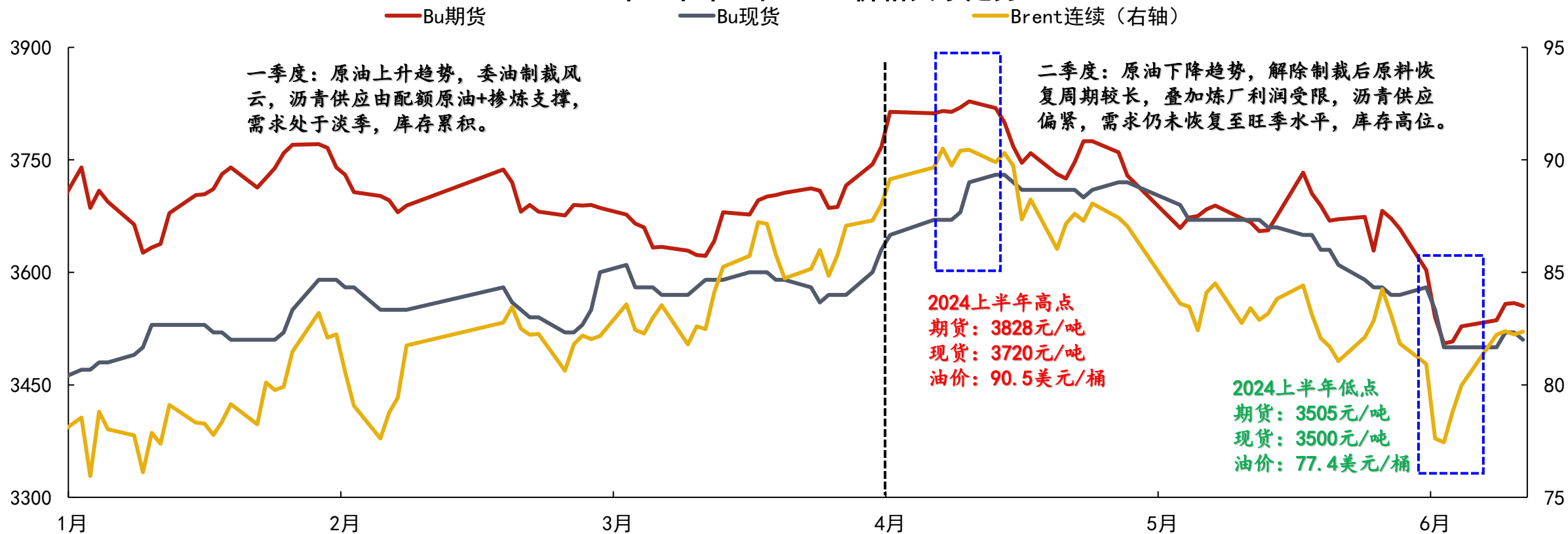
—— 绝对价格重心下移

01

2024年上半年沥青、燃料油行情复盘

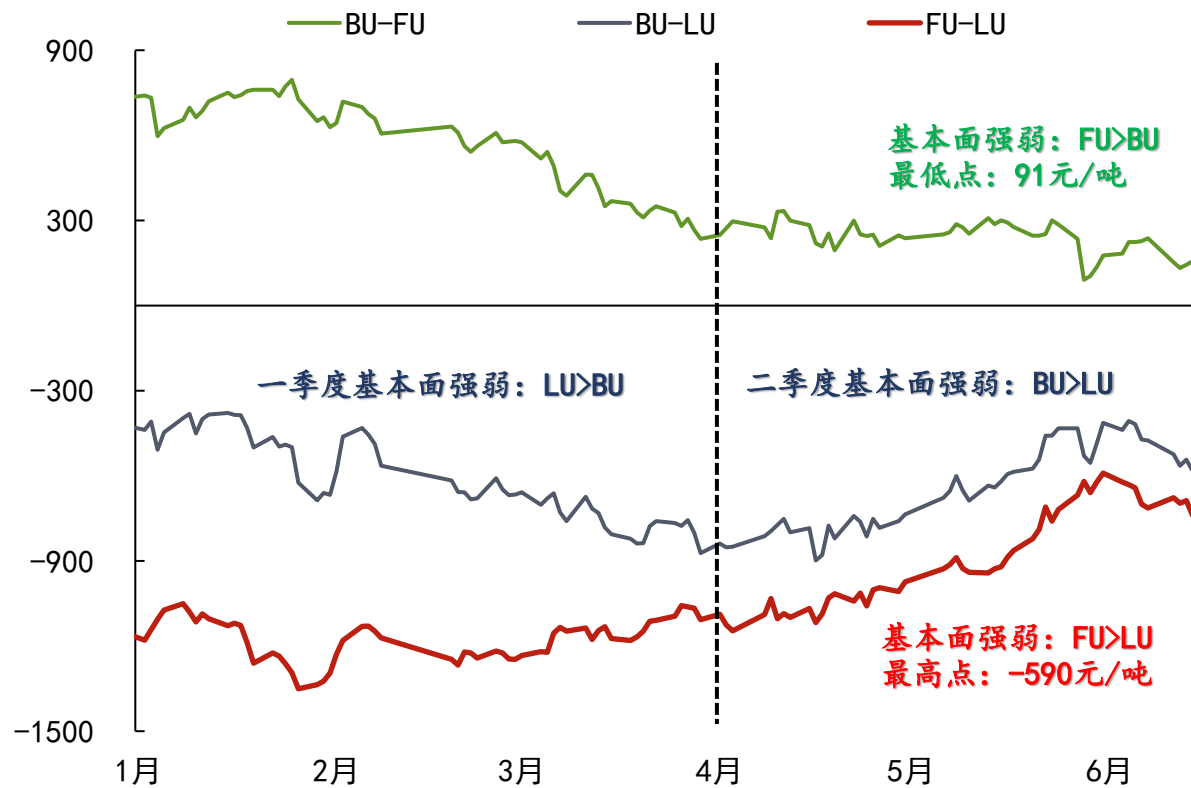
—— FU基本面强于BU、LU

2024年上半年Bu和Brent价格关系走势

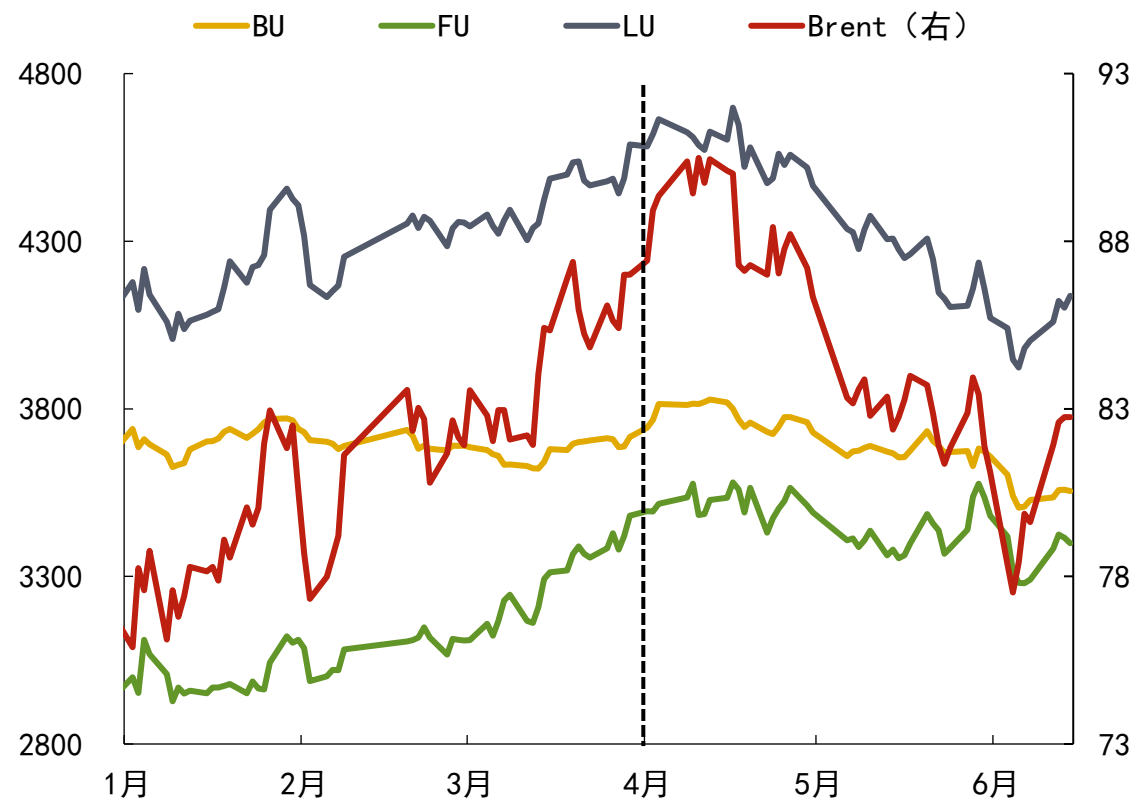


- 关注点1：委内瑞拉原油重新被制裁
- 关注点2：库存迟迟未见去化，不符合季节性预期

BU、FU、LU品种价差走势

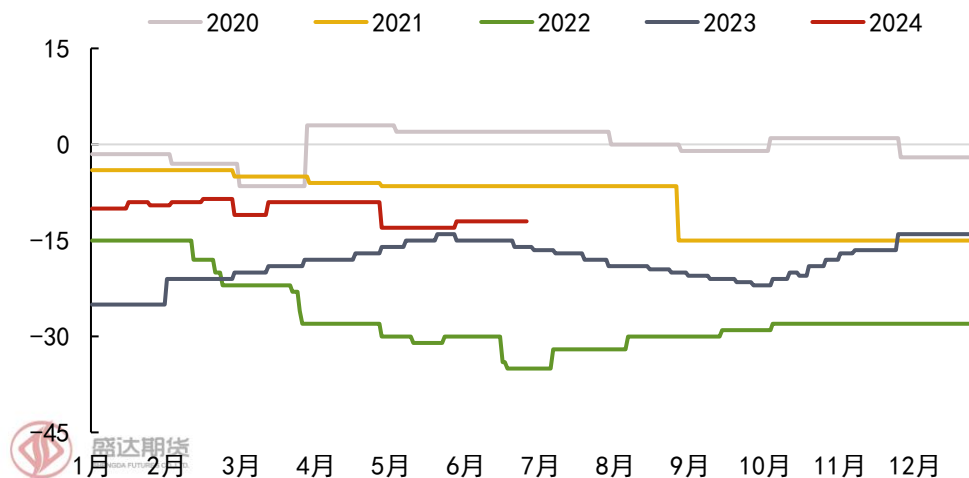


BU、FU、LU、Brent期货价格走势

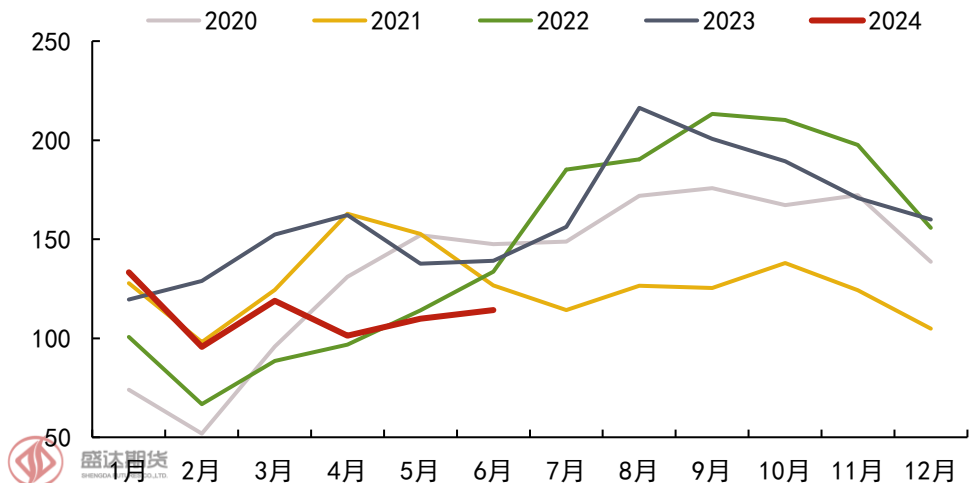


- 关注点3: 高硫燃料油基本面偏强, 挤仓逻辑蠢蠢欲动
- 关注点4: 时间维度上, BU、FU、LU价差强弱关系走势

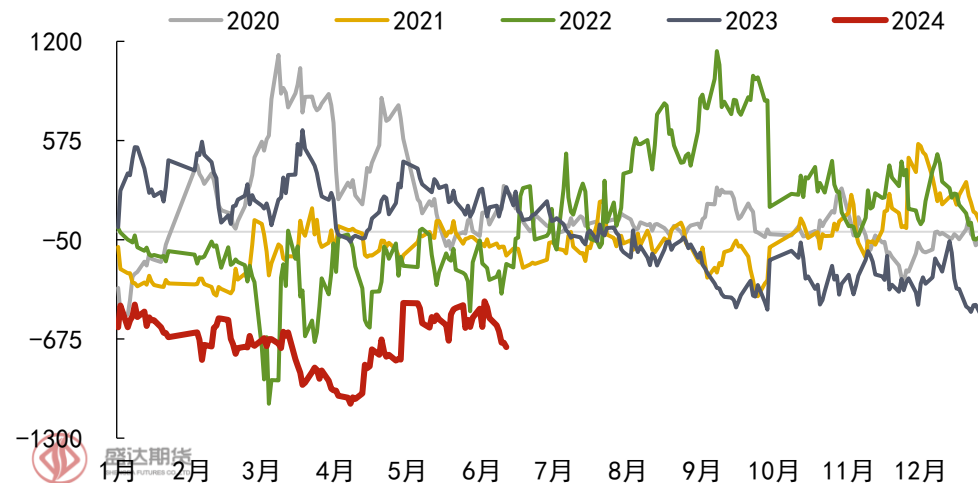
稀释沥青关前贴水



隆众产量—地炼



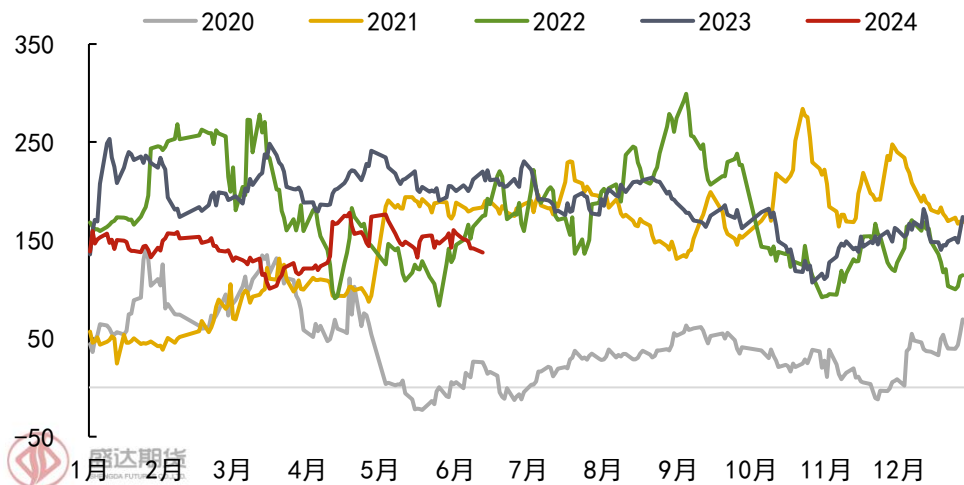
炼厂综合利润（100%消费税）



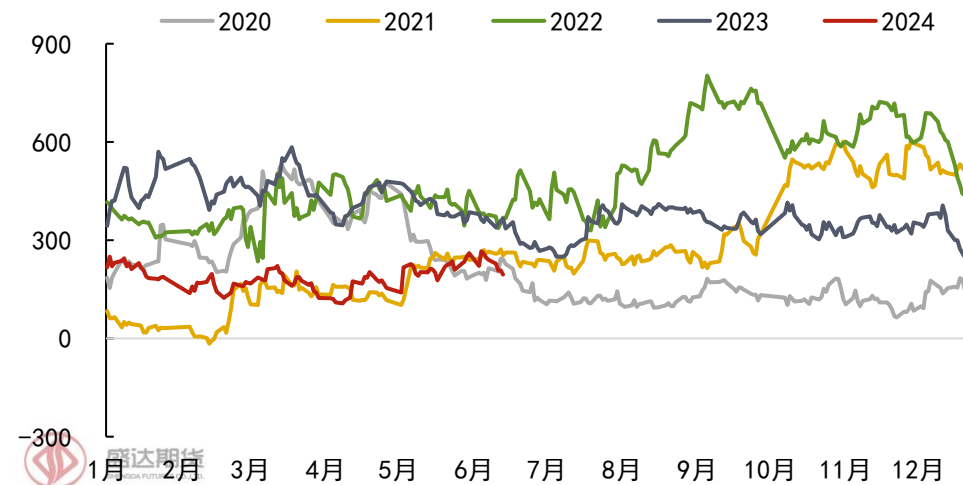
地方炼厂：利润历史低位，地炼产量受限

2024年委内瑞拉解除制裁后，沥青原料被国际市场分流，稀释沥青升贴水由2023年10月18号的-22美金/桶变成如今的-12美金/桶附近，这也导致了沥青型炼厂马瑞到司成本不断升高，但产成品产值受限，价格处于相对低位，炼厂生产意愿下降。

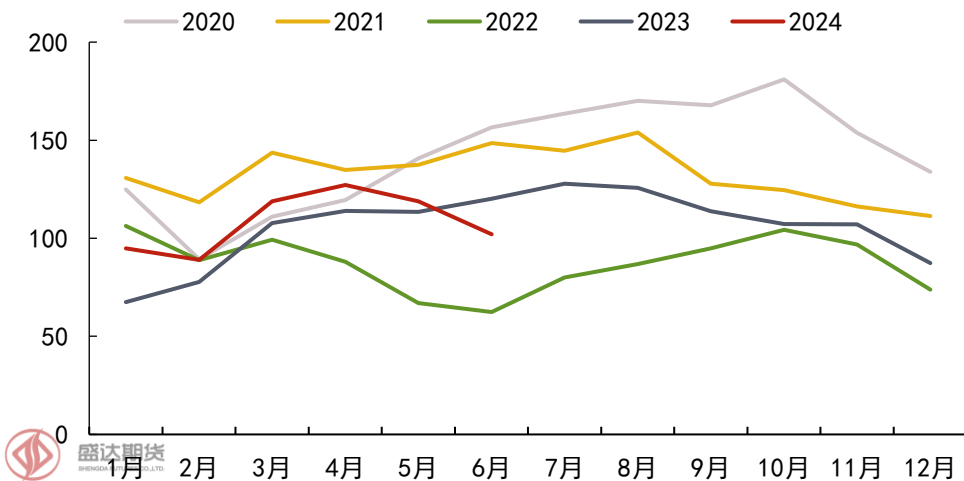
汽油单利润



柴油单利润



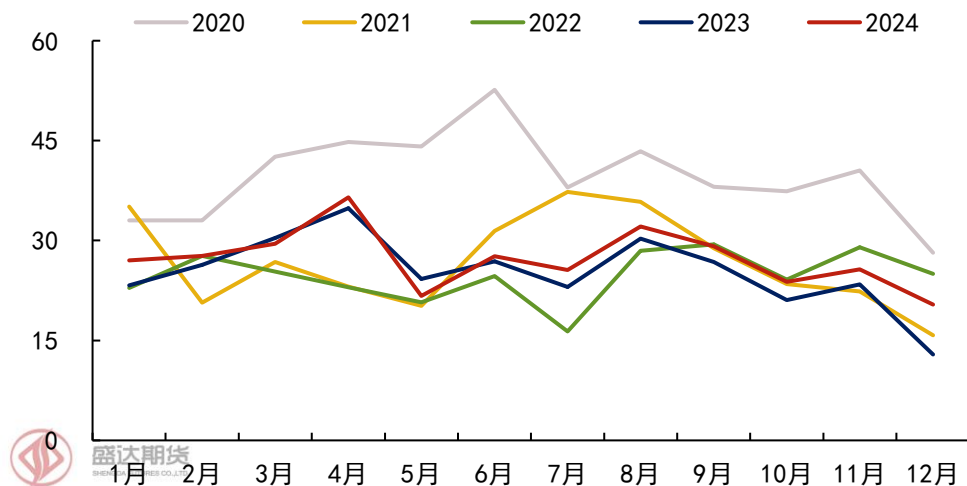
隆众产量—主营



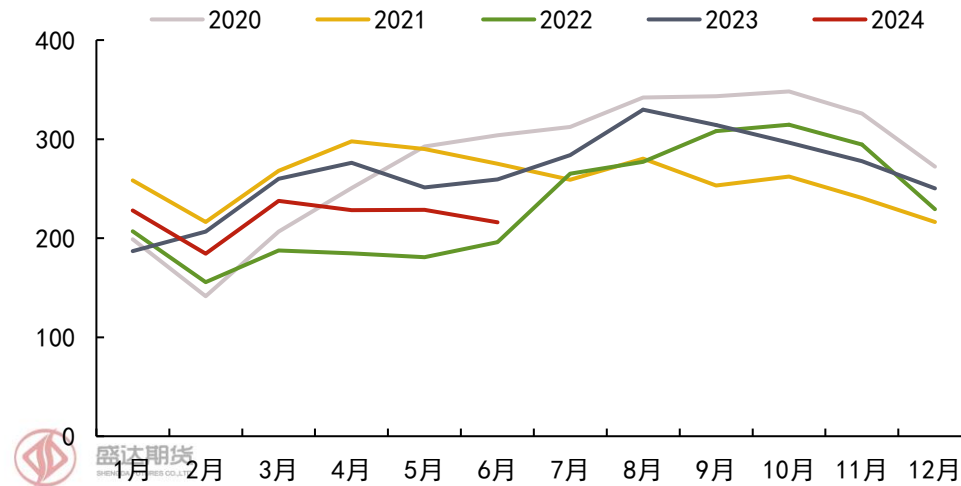
■ 主营炼厂：汽柴油利润尚可，主营产量持稳

2024年上半年，原油价格重心上移，位于75-95美金/桶区间，导致汽柴油利润整体不及去年同期，但利润仍然相对稳定，主营炼厂仍是以计划生产为主，对沥青上半年产量起到了托底的作用。

国内总进口



隆众产量—合计



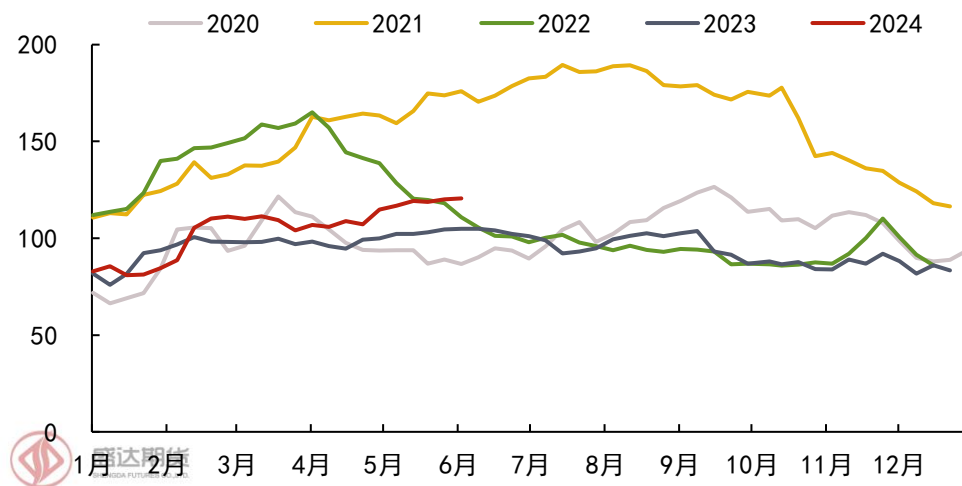
2024年		进口	
日期	当月	环比	同比
1月	27.0	6.5%	17.3%
2月	27.7	2.4%	2.9%
3月	29.5	6.6%	22.0%
4月	36.5	23.6%	4.7%

■ 总供应：主营产量持稳、地炼产量下降

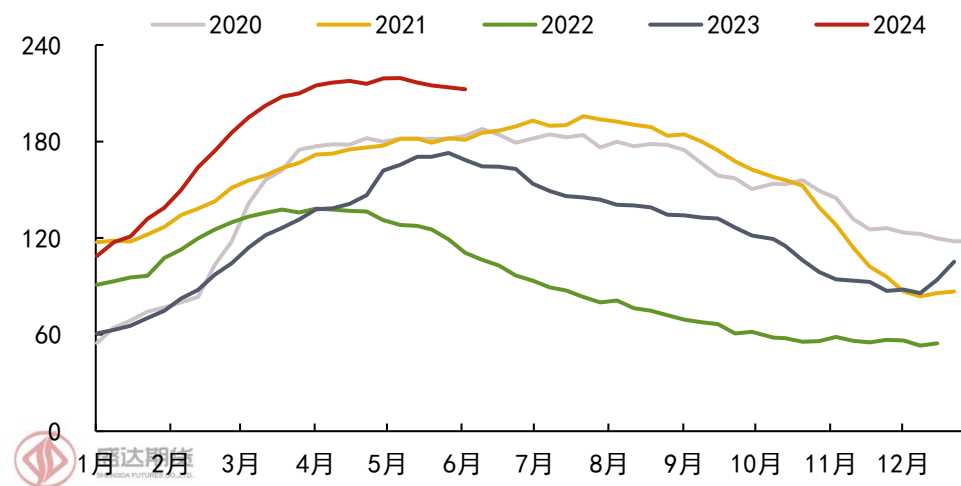
海关数据显示，2024年4月进口沥青总量为36.5万吨，环比增加7.0万吨，增幅23.6%；1-4月累计进口总量120.7万吨，累计同比增加10.8%；

总供应来看，今年1-6月累计产量1324万吨，去年1-6月累计产量1441万吨，今年上半年累计产量下降117万吨左右，远不及季节性水平。

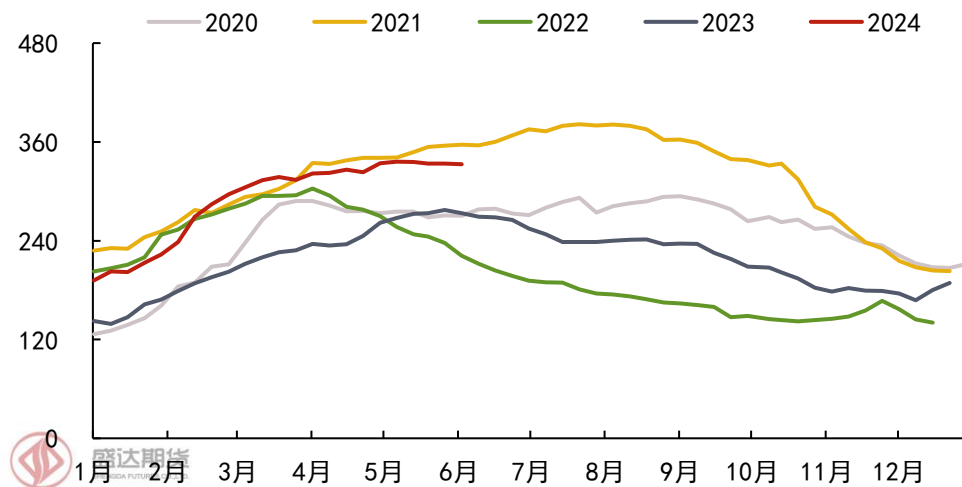
国内厂库库存



国内社会库存



国内总库存

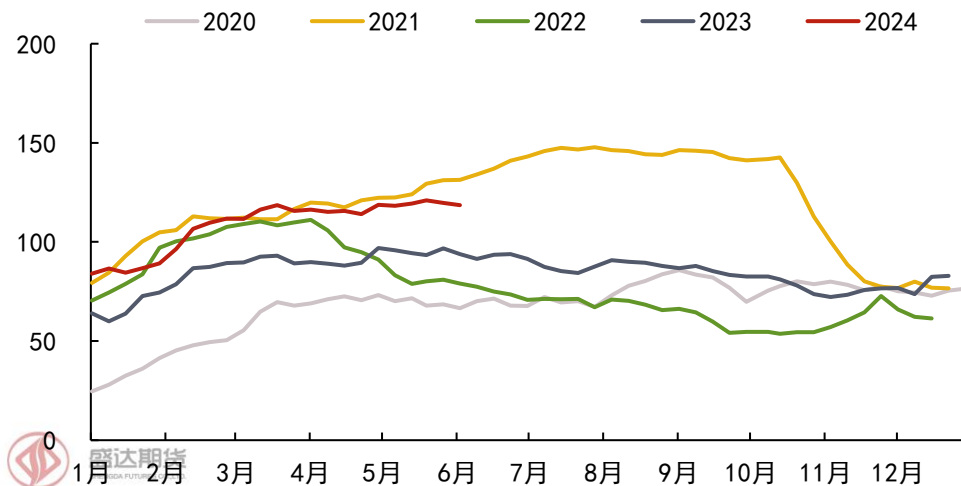


■ 总库存：去库节点拖至下半年

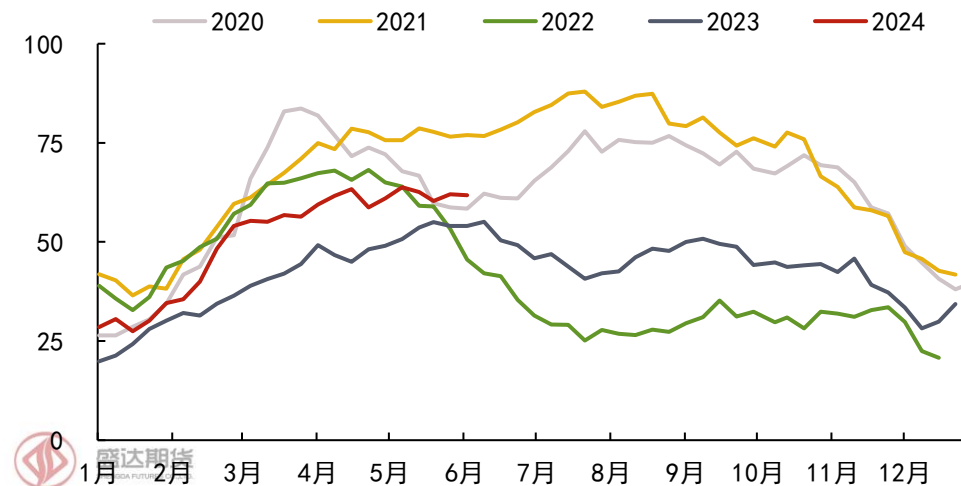
炼厂库存由于冬储等原因，前期去化较为顺畅，目前压力不大；而社会库存则由于下游需求迟迟未见恢复，持续累库至历史高位；

总库存来看，上半年累库幅度和高度皆对价格有一定压制。

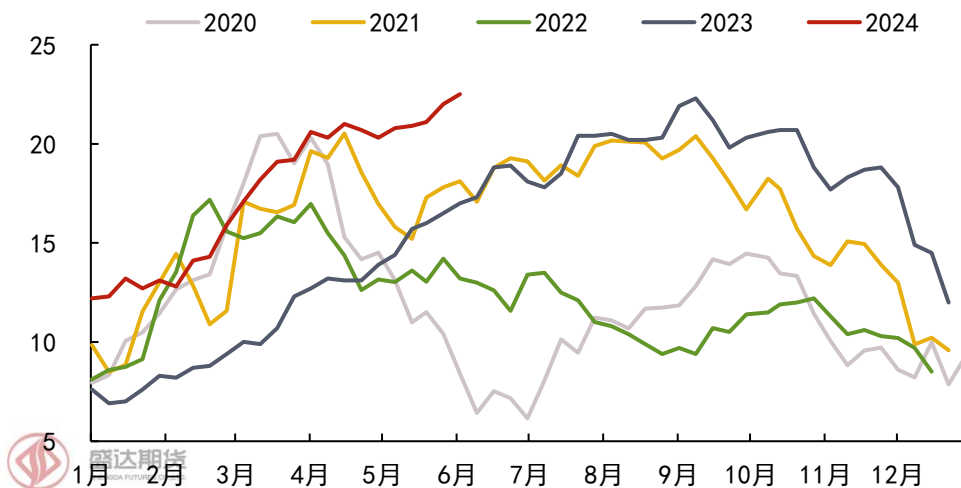
山东总库存



华东总库存



华南总库存

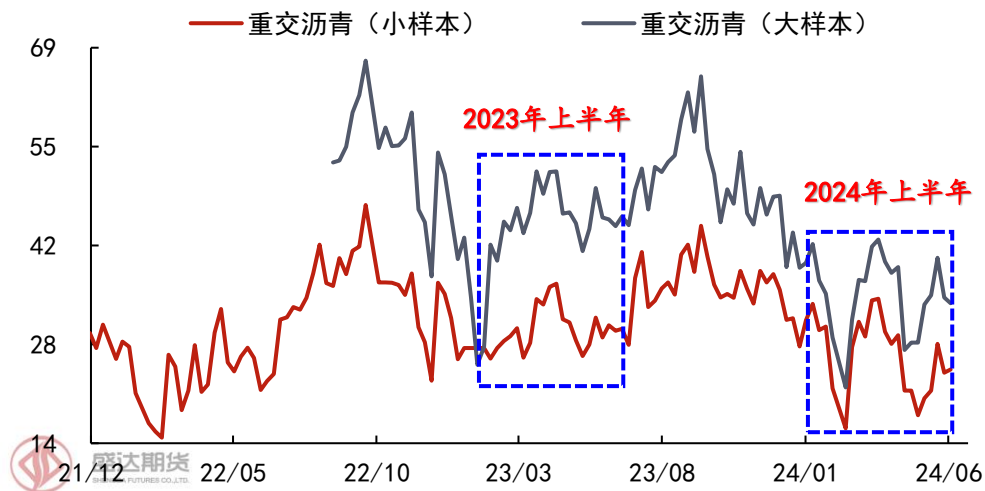


■ 区域库存：华东、华南地区库存压力大

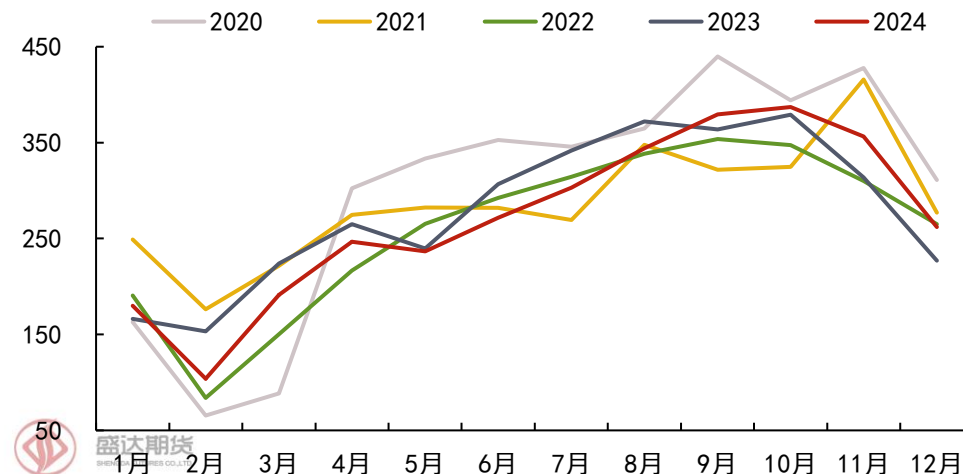
山东地区需求率先于南方地区恢复，且前期价格相对低位，库存压力不大，出货较为顺畅；

华东、华南地区，由于前期价格较高，且主营等炼厂产量尚可，出货不畅导致目前库存压力较大，炼厂执行量价优惠政策提振出货量。

重交沥青和改性沥青出货量



消费量季节性

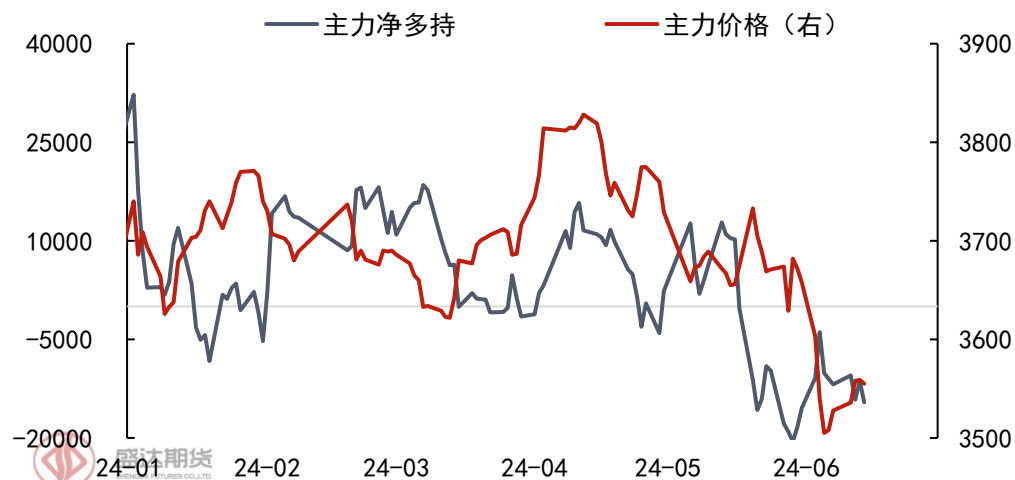


■ 总需求恢复情况不容乐观

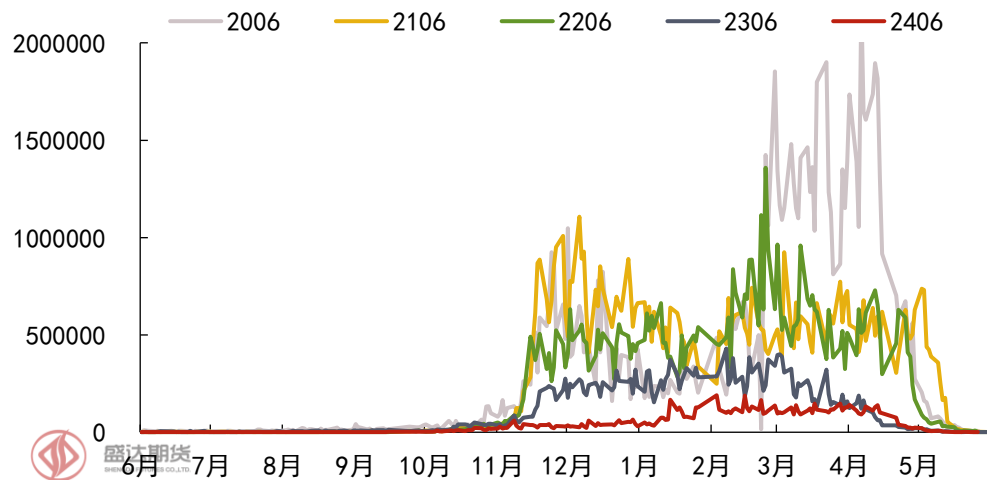
周度数据视角下，2023年上半年大小样本重交沥青出货量重心在42万吨左右，而2024年上半年出货量重心下移至28万吨附近，环比下降约14万吨，出货情况不及往年同期；

月度视角下，今年1-6月累计消费1229万吨，去年1-6月累计消费1354万吨，今年上半年累计需求下降125万吨左右，远不及季节性水平。

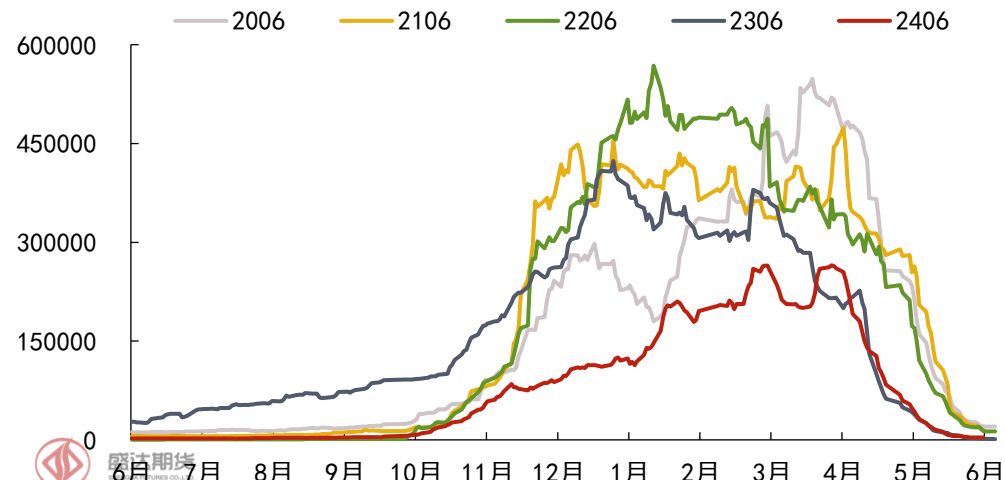
沥青主力前20净多持仓与价格走势



06成交季节性

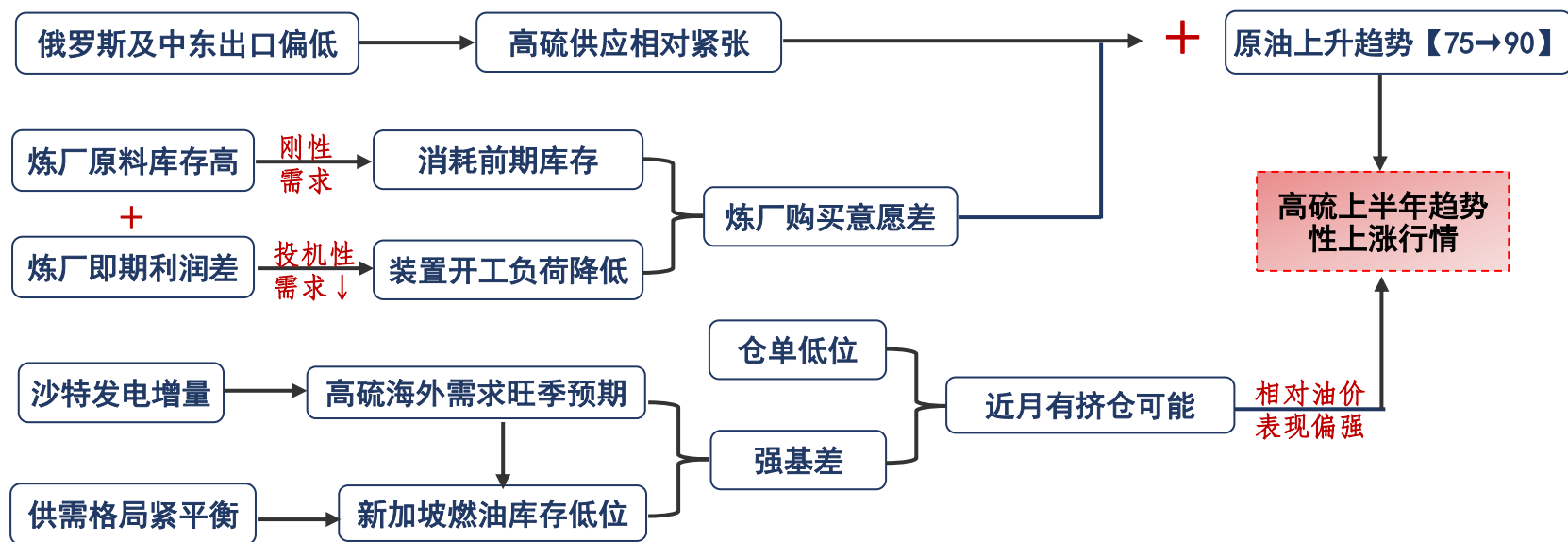


06持仓季节性



■ 持仓、成交：逐年萎缩、分散至其他合约

2024年上半年沥青主力净多持仓与主力合约价格走势较为一致；上半年主力合约BU2406持仓量与成交量仅为去年的1/2左右，且季节性来看，近三年来沥青主力合约持仓与成交量逐年递减，呈现萎缩态势。

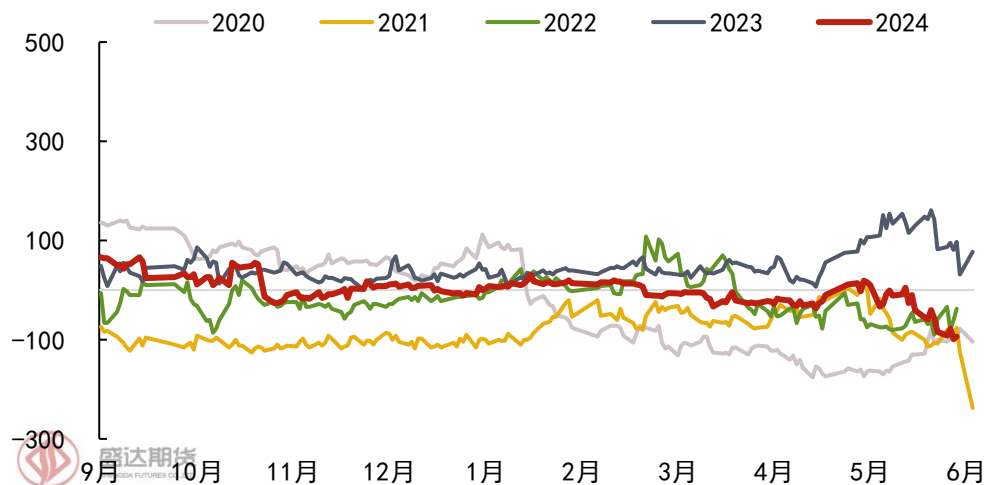


高硫基本面逻辑梳理：
高硫燃料油基本面紧平衡，俄罗斯发运减少+中东净出口减少+海外发电需求旺季预期+新加坡燃油库存低位。

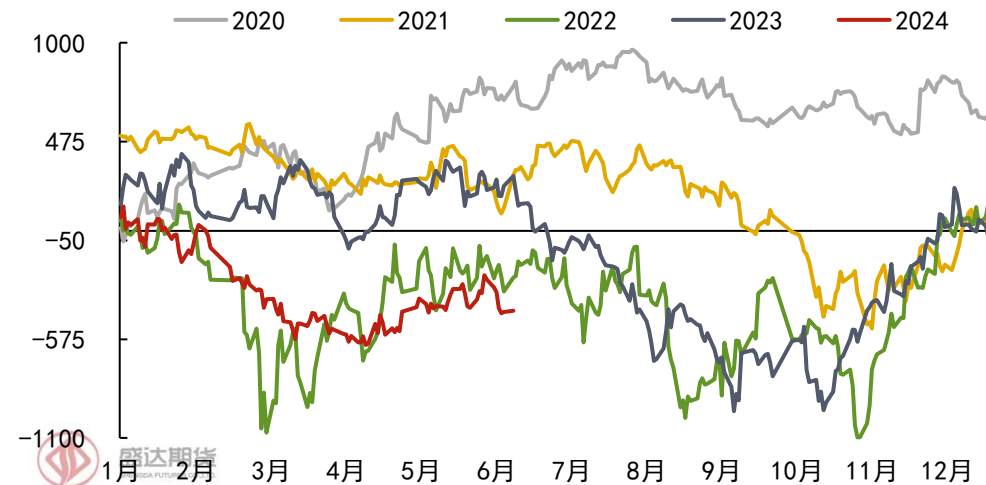


低硫基本面逻辑梳理：
低硫燃料油估值区间震荡，基本面弱平衡，国内第二批低硫出口配额同比增加，国内低硫供应仍存压力，船燃需求较差，新加坡低硫累库。

6月-9月价差季节性



BU-SC*6.6价差



■ 价差：6-9月差维持50点区间震荡，裂解价差4月中旬出现拐点

月间价差：2024年上半年对于沥青月间价差的交易空间再度被压缩，仅仅处于-30元/吨到20元/吨区间震荡。

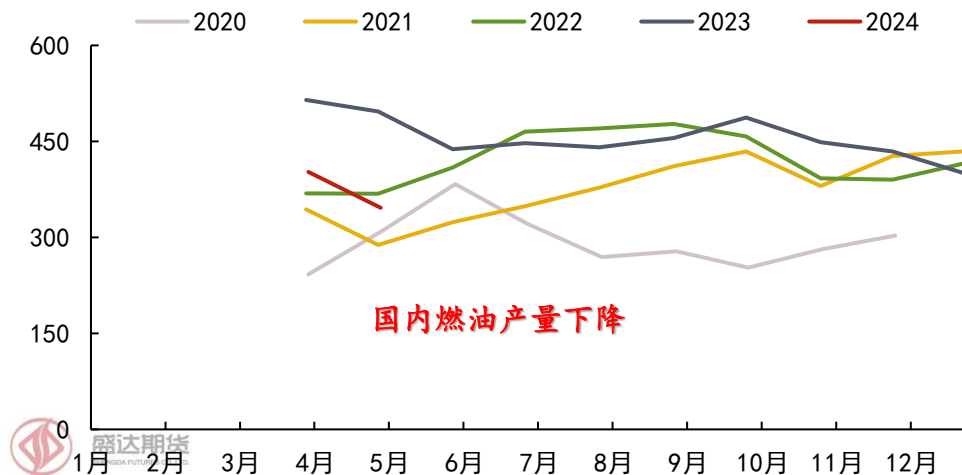
裂解价差：由于沥青裂解价差基本与油价走势相反，其拐点也是油价拐点，但从其强弱关系来看，沥青价格明显弱于原油价格波动。

02

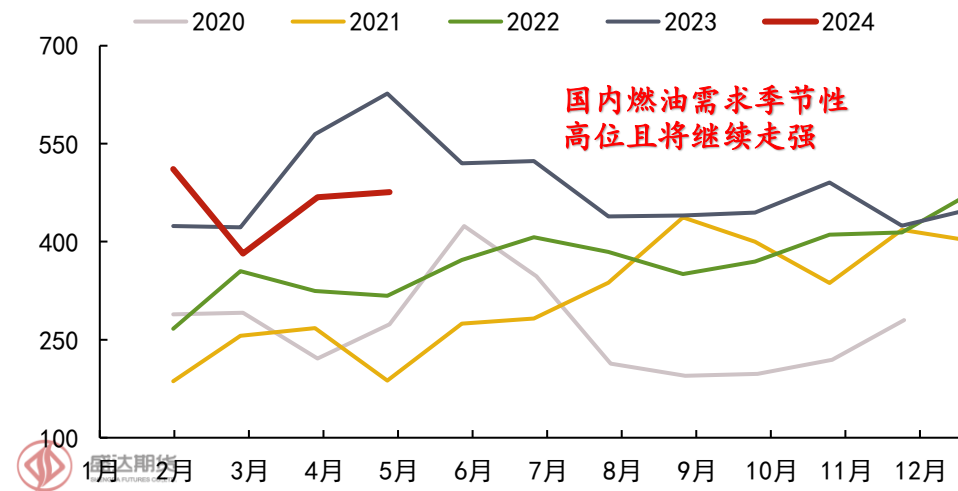
2024年下半年沥青、燃料油行情展望 —— 绝对价格重心下移

关注点	发展趋势
关注1：委内瑞拉原油重新被制裁	不会持续；4月18日委内被重新制裁，原料问题告一段落，中国市场可以正常购买使用稀释沥青，但成本偏高（目前6月份关前贴水-12美金/桶附近）。
关注2：库存迟迟未见去化，不符合季节性预期	预计持续至6月底，正式进入连续去化阶段，但库存总量较高，消化时间周期预计要到沥青需求旺季来临。
关注3：高硫燃料油基本面偏强，挤仓逻辑蠢蠢欲动	预计持续7月底，OPEC+稳产主导的高硫重质资源偏紧格局延续，但高硫燃料油深加工经济性走弱制约其裂解价差上行空间，预计裂解价差延续高位震荡。
关注4：时间维度上，BU、FU、LU价差强弱关系走势	基本面强弱关系会持续；BU、FU基本面仍将强于LU，短期内以震荡为主。
关注5：地缘政治扰动成本端	关注巴以冲突等事件对于油价的影响。
关注6：沥青区域价格结构变化	由于南方库存压力较大，2024年沥青山东地区与南方地区区域价差迅速缩小，南方批量优惠政策一定程度上限制了山东地区价格涨幅，预计还会维持1-2个月。
关注7：沥青供需双弱格局能否持续	供应上，炼厂若于75-80美金点价部分低价原油，后续将有个别月份有一定增产；需求上，旺季施工一定会出现，但整体需求预计不及往年。

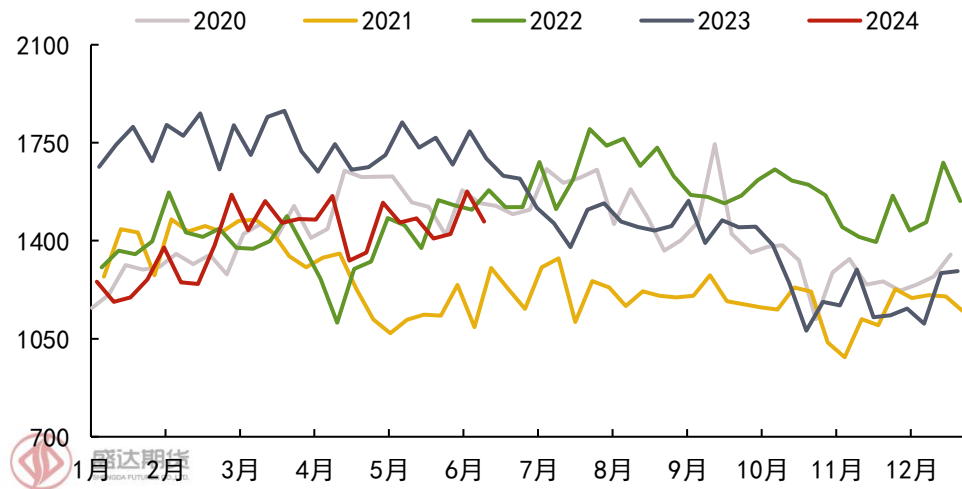
中国燃料油产量



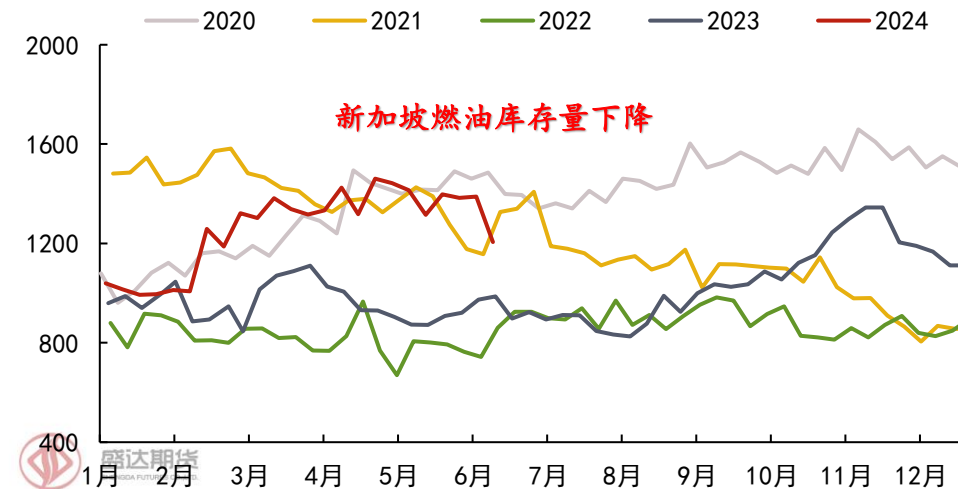
中国燃料油表观消费量

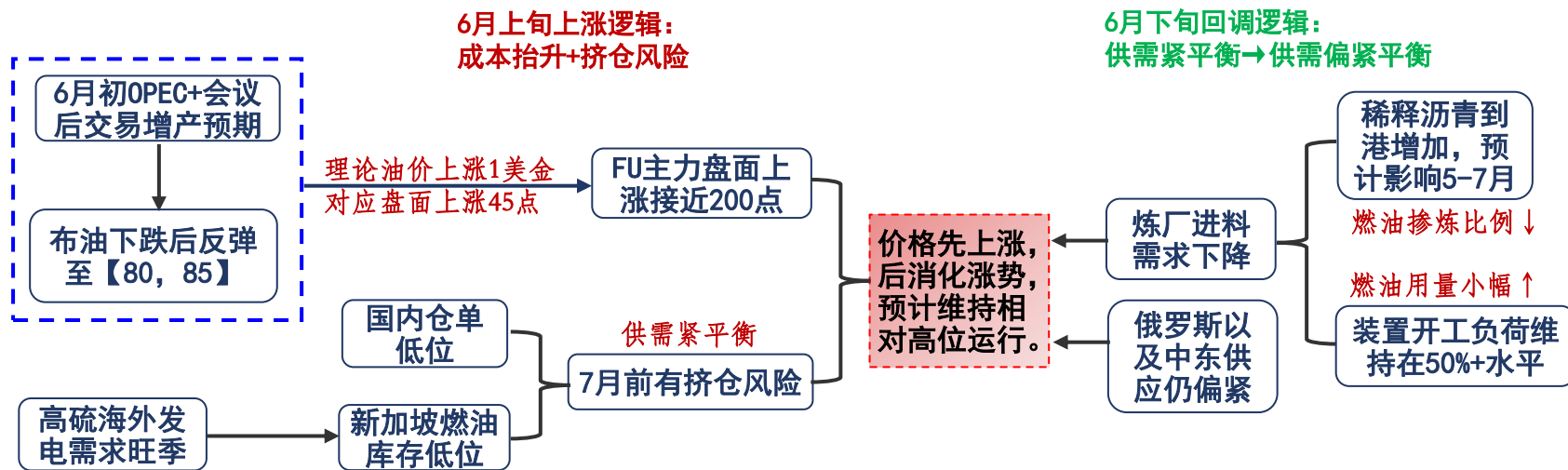


新加坡燃料油库存: 轻质馏分油

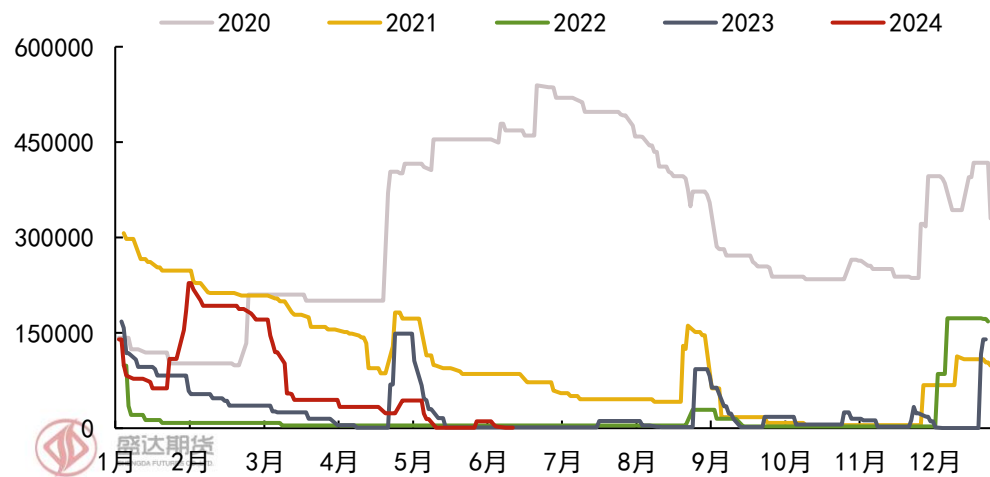


新加坡燃料油库存: 中质馏分油

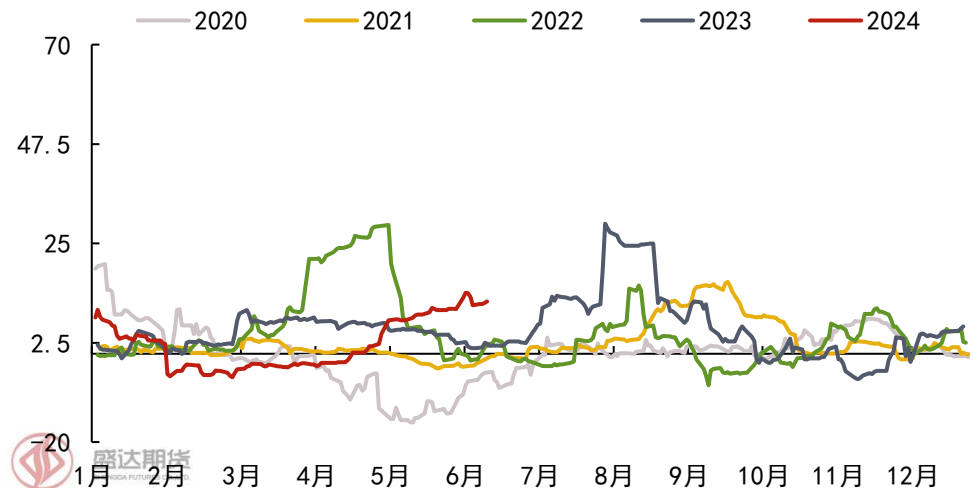




SHFE：燃料油：期货库存



新加坡高硫380贴水



战争名称	持续时间	交战原因	交战双方	战争结果
第一次中东战争	1948. 5. 15-1949. 3. 10	阿拉伯国家反对以色列建国	阿盟，巴勒斯坦；以色列	以色列获胜，划分巴以停火线
第二次中东战争	1956. 10. 29-1956. 11. 7	争夺苏伊士运河	埃及；英法联军、以色列	英国、法国、以色列军事上获胜
第三次中东战争	1967. 6. 5-1967. 6. 10	阿拉伯国家和以色列的多重矛盾	埃及、叙利亚、约旦等阿拉伯国家；以色列	以色列获胜，占领了埃及的西奈半岛、叙利亚的戈兰高地、约旦河西岸地区、耶路撒冷以及约旦所管辖的地区及加沙地带
第四次中东战争	1973. 10. 6-1973. 10. 26	埃及和叙利亚试图夺回西奈半岛和戈兰高地	埃及、叙利亚；以色列	以色列军事上获胜，埃以双方停火和谈
第五次中东战争	1982. 6. 6-1982. 9. 29	以色列希望消灭巴解组织	叙利亚、巴解组织；以色列	以色列战术获胜，但未能消灭巴解组织

影响

对油价影响程度

直接影响

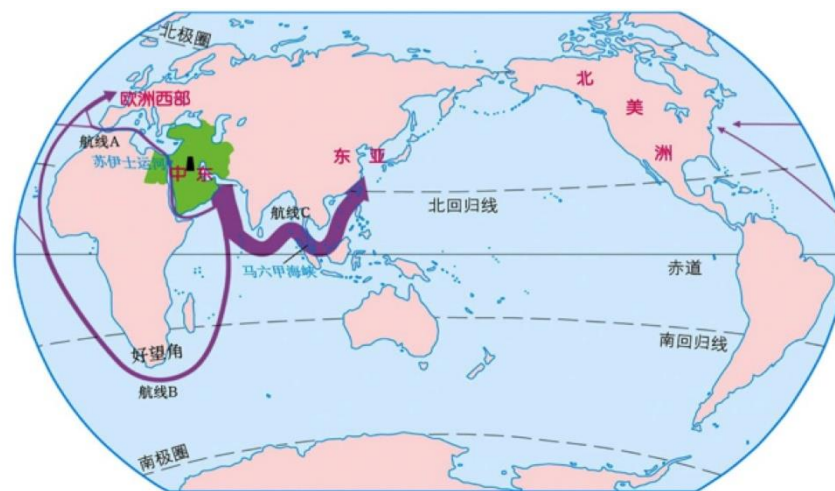
直接影响几乎没有，巴以冲突并不能简单的与历史上的中东局部战争进行类比，比如海湾战争、伊拉克战争等上述战争直接在原油主产区爆发，在这一点上，巴以冲突则存在显著区别。以色列和巴勒斯坦都不是主要的石油生产国，但位于全球最关键的中东产油区。

间接影响

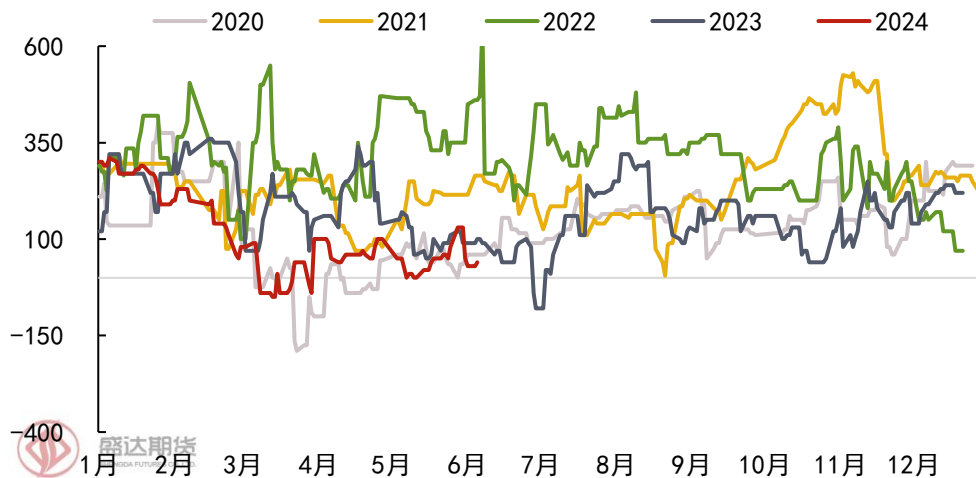
1. 以色列和巴勒斯坦以及相邻周边地区都不是主要的石油生产国，但位于全球最关键的中东产油区。
2. 中东是伊朗和沙特阿拉伯等世界上一些主要石油生产国的所在地，也是霍尔木兹海峡等重要过境路线的所在地，后者被誉为世界最重要的“石油咽喉要道”（极端假设下，伊朗可能会对任何直接挑衅作出回应，封锁霍尔木兹海峡，油轮每天通过该条水道运送近1700万桶原油和凝析油）。
3. 市场的担忧在于，如果冲突进一步升级，可能威胁到周边更广泛的石油资源国。中东战争多次成为全球能源危机的导火索，巴以冲突若扩及伊朗甚至美国，则原油供应及油价将受剧烈影响，未来需要注意的是伊朗石油供应量的变化。

补充

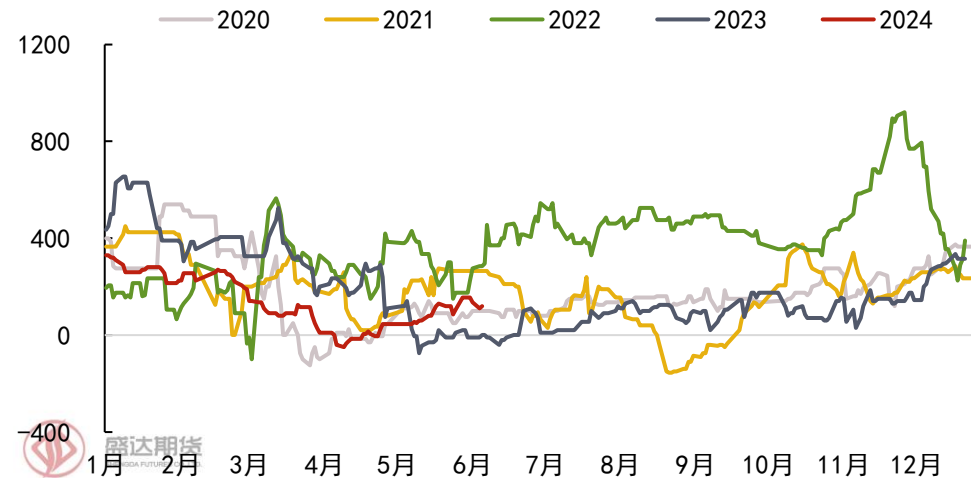
其他冲突及战争对油价走势的影响：普遍规律是情绪端溢价先行，短线为油价带来3-10美金脉冲式涨幅。



华东-山东区域季节性



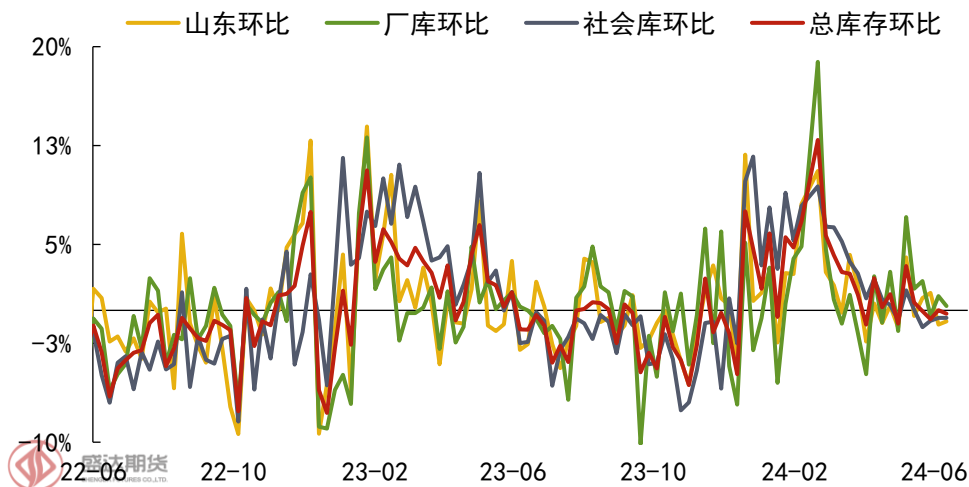
华南-山东区域季节性



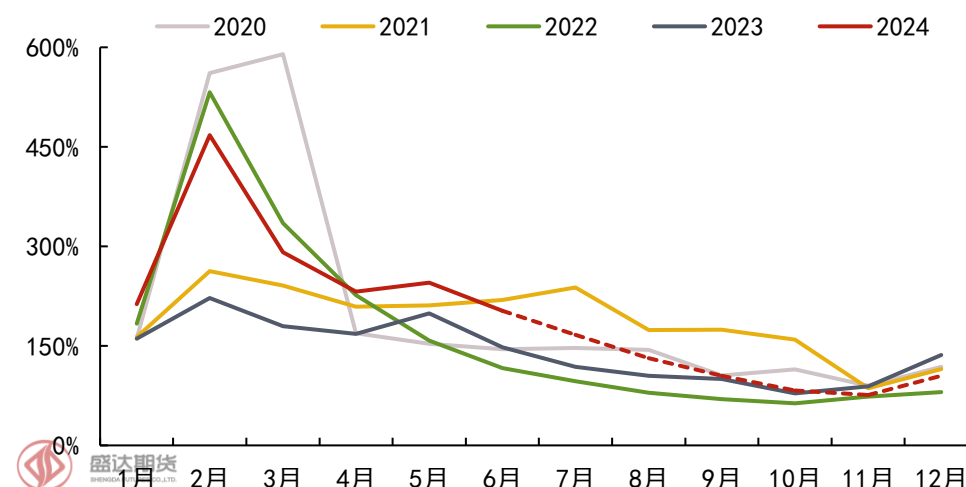
■ 结论：由于库存压力，华东、华南价格平水山东

华东、华南地区价格于二季度平水山东地区，主要是由于南方沥青库存压力较大，炼厂实行批量优惠政策；后市来看，南方将迎来梅雨天气，持续影响施工情况，需求对于价格的负反馈持续存在，将会限制期现货价格随油价反弹的高度。

库存增减幅度环比变化



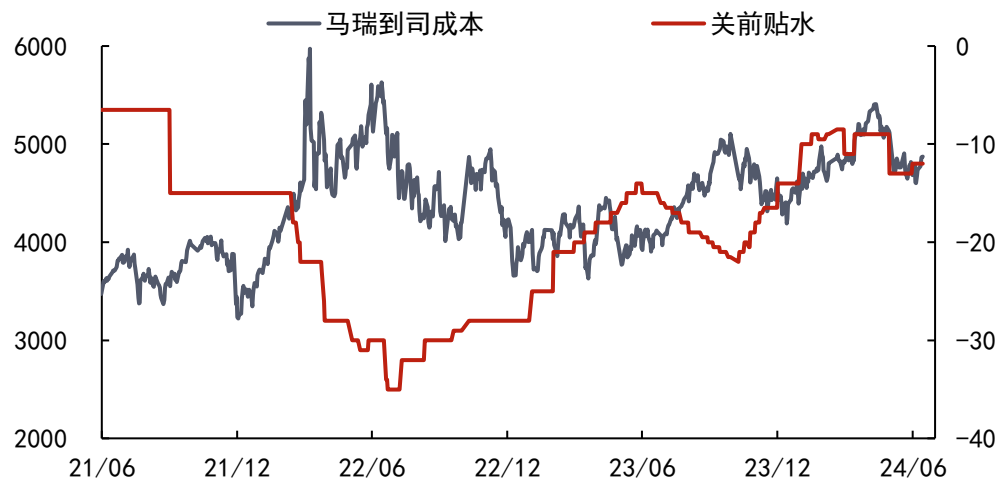
沥青库销比



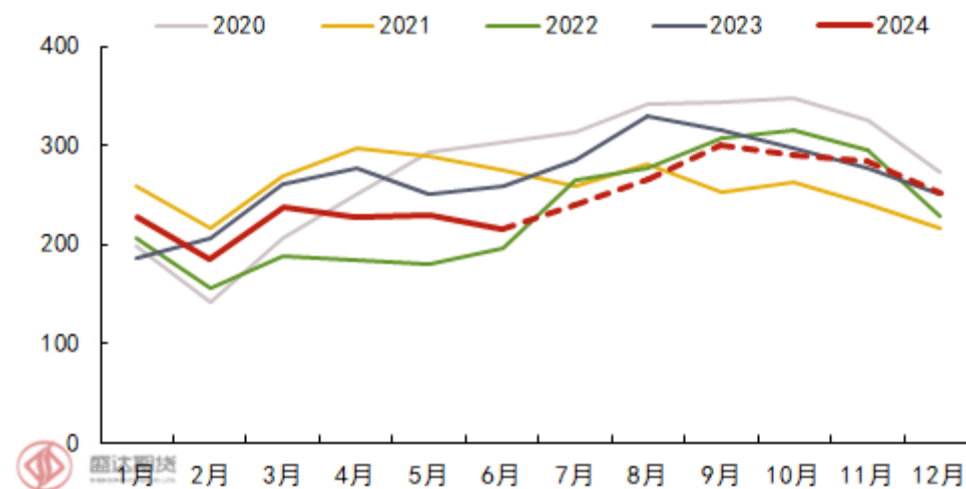
■ 结论：库存变化幅度放缓，库销比降低，预计三季度区域价差仍将维持低位

1. 库存变化幅度来看，三季度预计库存变化幅度仍将放缓，四季度（旺季前夕）进入常规去化周期；
2. 库销比来看，上半年库销比位于相对高位，主要是由于库存量过大，销售不畅所致；下半年随着旺季到来，库销比随季节性下降，但由于库存总量大的影响，预计三季度库销比仍将处于相对高位。

稀释沥青到司成本与关前贴水走势



隆众产量—合计

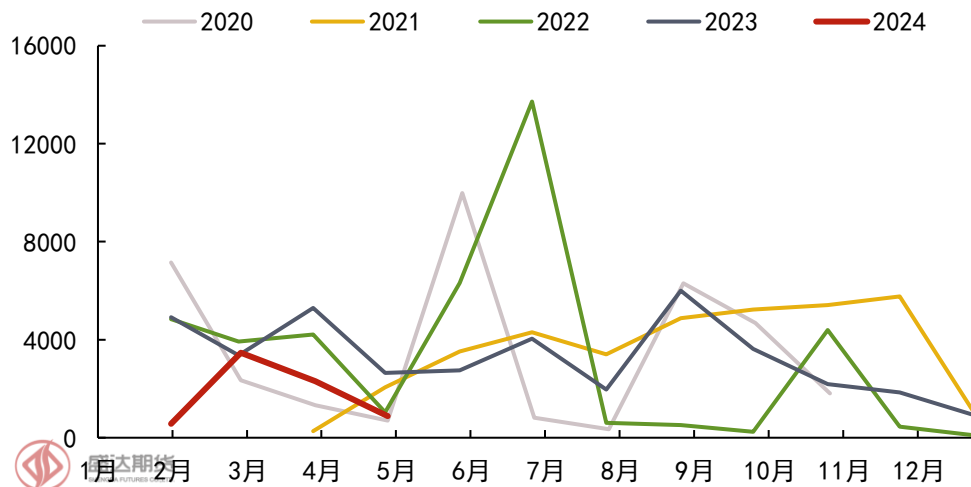


■ 结论：主营产量持稳、地炼产量修复有限

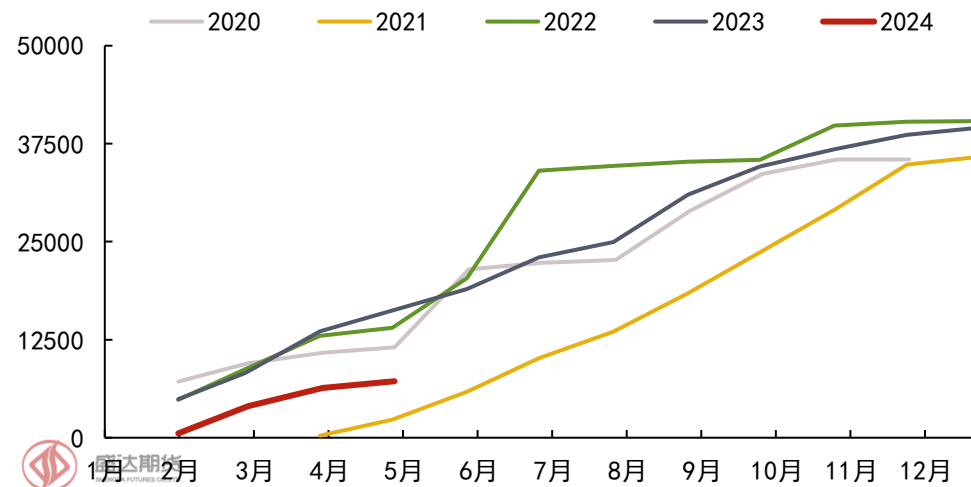
1. 上半年随着油价以及贴水的上涨，稀释沥青炼厂生产成本不断抬升；下半年随着委油被重新制裁，稀释沥青贴水下降，预计对成本形成一定负反馈，利润最差的时期已经过去；

2. 后市来看，主营炼厂生产预计较为稳定；地炼方面，由于6月上旬油价给到80美金/桶以下的低价区间，炼厂综合理论利润修复至季节性中位，炼厂预计在1个月后产量会有所增加，但由于炼厂库存压力存在，总量预计不及去年同期。

地方政府新增专项债当月值



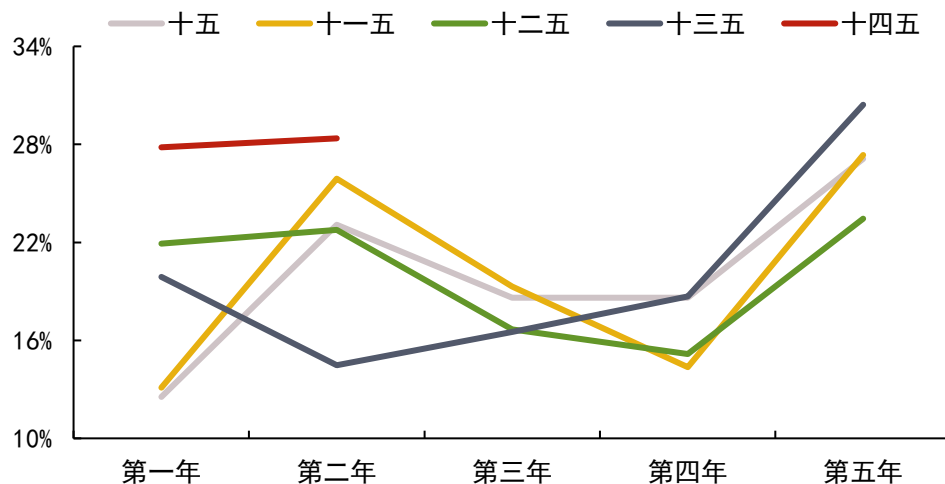
地方政府新增专项债当月值



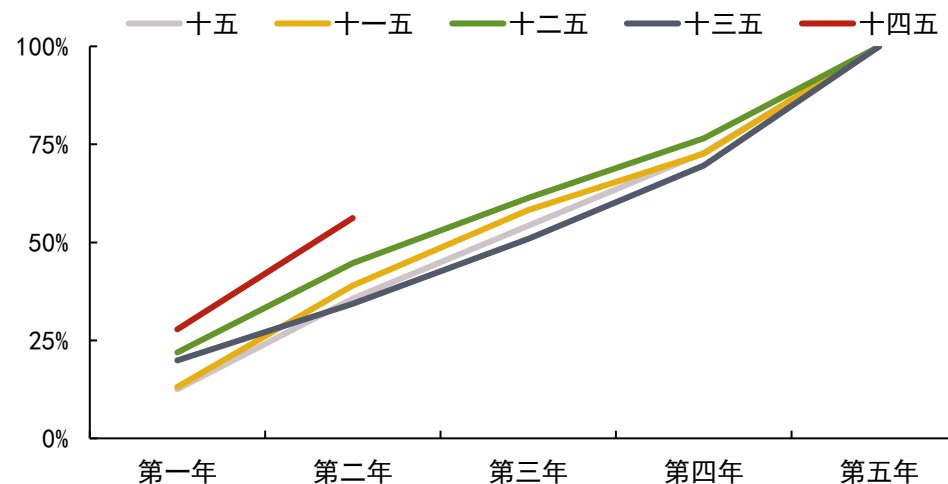
■ 结论：资金对于道路需求的支撑有限

当月值来看，2024年上半年地方政府专项债资金下发处于季节性低位；累计值来看，上半年资金累计仅仅接近往年的一半。市场消息称下半年地方政府专项债下发力度增加，但若达不到往年水平，在沥青价格3500元/吨附近的相对高点，对于沥青的需求推动十分有限。

五年计划高速公路完成度



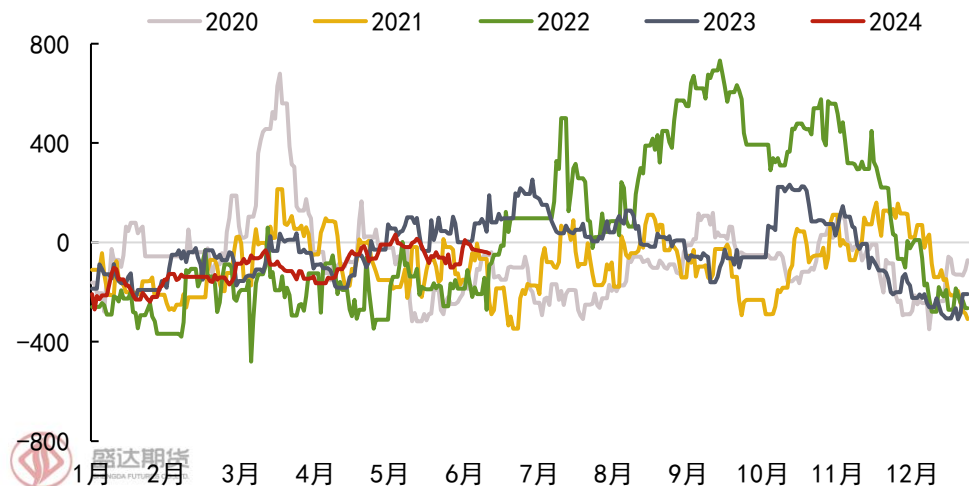
五年计划高速公路累计完成额



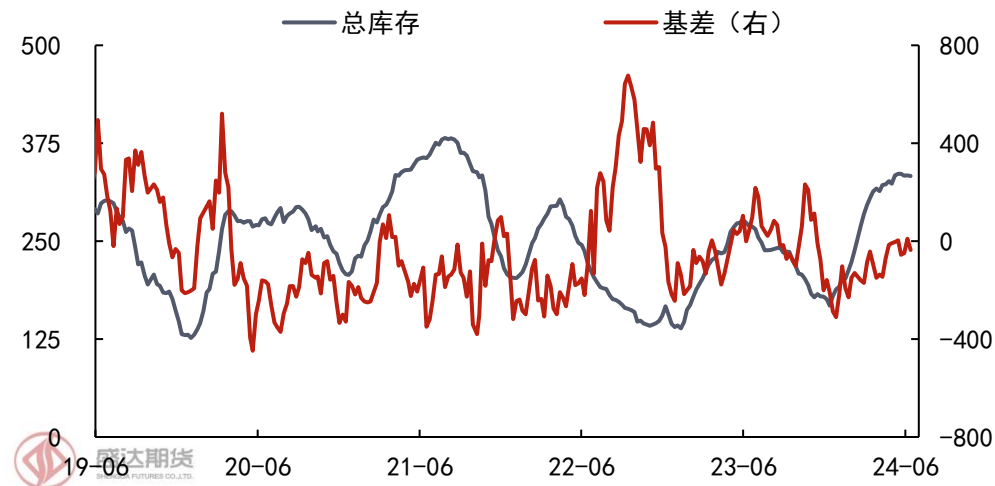
■ 结论：道路方向无施工赶工压力

目前来看，十四五规划中，2021年与2022年已经累计完成56.21%，2023年在市场普遍反馈需求较差的情况下即使给到15%（近20年最低值）的完成度，那么前三年已经完成高速规划的70%+，还剩不到30%，2024年与2025年每年仅需完成不到15%。由此可见，接下来的两年中高速路修建施工压力较小，对沥青整体需求的支撑较弱。且近年来道路资金建设资金下发放缓，以建设完成重点项目为主，新增公路里程增速预计放缓。

山东主力合约基差季节性



沥青总库存与基差走势



■ 结论：沥青基差、库存拐点出现

沥青基差处于持续走强状态，一季度期现货价格同涨，现货跟涨明显，二季度期现货价格同跌，期货价格下跌更为明显；目前沥青基差已经回归，后市来看，盘面价格或会交易旺季预期，带动沥青基差下行；

基差作为库存的领先指标，库存预计也随基差见顶，进入缓慢去库周期。

2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月E	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E
期初库存	310	383	485	557	571	581	560	514	463	408	331	280
国内产量	228	185	238	228	229	216	240	265	300	290	285	251
进口量	27	28	30	37	22	28	26	32	29	24	26	20
出口量	2	7	5	4	5	3	9	4	5	4	5	5
消费量	180	104	191	247	237	261	303	344	379	387	356	262
期末库存	383	485	557	571	581	560	514	463	408	331	280	285
过剩量	73	102	72	15	9	-21	-46	-51	-55	-77	-51	5
库销比	213.0%	467.6%	291.25%	231.8%	245.4%	214.2%	169.7%	134.5%	107.6%	85.5%	78.6%	108.9%
产量同比	14.2%	-10.6%	-8.6%	-17.3%	-8.8%	-16.7%	-14.3%	-19.7%	-4.6%	-2.2%	2.5%	0.2%
消费同比	8.3%	-32.4%	-14.7%	-6.9%	-1.2%	-14.7%	-11.4%	-7.5%	4.3%	2.1%	13.6%	15.3%
产量累计同比	14.20%	1.61%	-2.36%	-6.75%	-7.19%	-8.88%	-9.75%	-11.34%	-10.45%	-9.54%	-8.40%	-7.73%
消费累计同比	8.25%	-11.26%	-12.67%	-10.78%	-8.59%	-9.98%	-10.26%	-9.77%	-7.66%	-6.34%	-4.34%	-3.01%

■ 结论：

1. 由于利润压制以及个别炼厂生产重心的偏移，2024年下半年沥青产量预计难以恢复至往年水平；而需求端由于前三年（2020年-2023年）已经完成高速规划的70%以上，接下来的两年中高速路修建施工压力较小，对沥青整体需求的支撑较弱，下半年库存将以缓慢去化为主。

2. 沥青下半年预计将是预期与现实端的博弈，大概率为旺季预期炒作后，逐步向弱现实靠拢的过程，注意把握交易节奏，重点关注：战争对成本端的影响以及库存去化斜率变陡节点。

【法律声明】

盛达期货有限公司（以下简称“本公司”）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，本公司研究员力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断。本报告仅供符合证监会、交易所适当性管理规定的期货交易者参考，且不构成对期货交易者的交易咨询建议。期货交易者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及研究员无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

盛于理念 达于机会，盛情服务 达您所需

THANKS

