



2020 年 11 月 11 日

金信期货研究院

肖彧

· 从业资格编号 F3074397

· 投资咨询编号 Z0015476

沥青高开工率会否延续

内容提要

前期回顾: [【金信专题报告·沥青】这个冬天有点冷](#)

对比最近各品种走势来看, 沥青如我们预料的明显弱于各原油品种, 即使饱受仓单压制的内盘 SC 原油都比沥青要强一点, 一定程度上验证了我们上期结论: 今年**持续的高产量**以及**冬储库存起点较高**是市场挥之不去的一个矛盾点, 无论市场届时是走的哪一条心路历程, 迟早都绕不开这个弯, 至少会有一段时间反应在盘面上。沥青今年的这个冬天可能会有点冷。

上文我们主要讨论**冬储库存起点较高**对冬储的影响, 本文我们着重讨论**持续的高产量**会否延续。

我们认为小利润, 也就是沥青生产利润并不能完全引导沥青的开工率, 沥青开工率是小利润与渣油利润互相博弈后的结果。

而在今年的低油价背景下, 主导沥青产量的主要因素是大利润, 也就是炼油综合利润。在成品油定价机制下, 国际油价 40 美元附近及下方, 会给国内炼油产业带来较大利润, 而沥青作为其中的一环也将收益。大利润是目前影响沥青开工率的主要因素。

因此在冬季国际原油不出现大幅飙涨的前提下, 我们认为沥青的高开工率大概率得以延续, 维持此前对沥青冬季的偏空观点, 沥青价格走势将弱于原油走势。

风险提示

国际油价价格大幅走高, 导致大利润受损, 从而影响沥青高开工率。



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、近期沥青相对原油走势一览

近期沥青相对原油走势一览			
下午3点收盘价	沥青2012	SC2012	美原油2012
10/22	2420	266.7	40.05
11/11	2258	255.9	42.01
涨跌	-162	-10.8	+1.96
涨跌幅	-6.69	-4.05	+4.89

对比最近各品种走势来看，沥青如我们预料的明显弱于各原油品种，即使饱受仓单压制的内盘 SC 原油都比沥青要强一点，一定程度上验证了我们上期结论：今年**持续的高产量**以及**冬储库存起点较高**是市场挥之不去的一个矛盾点，无论市场届时是走的哪一条心路历程，迟早都绕不开这个弯，至少会有一段时间反应在盘面上。沥青今年的这个冬天可能会有点冷。

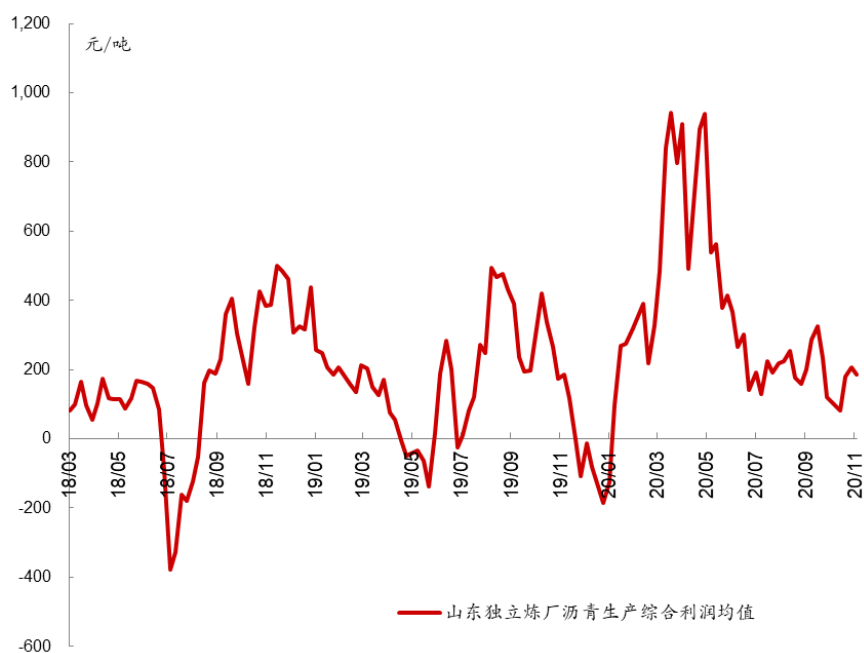
在上一篇专题报告中，我们着重论证了**库存**，因为高产量以及现有的库存水平，结合沥青的需求特性进行季节性推算，到了冬储阶段不是社库新高就是厂库爆库，或者两库双双走高也有可能。在这一篇专题报告中，我们将主要探讨沥青**高产量**是否持续，各种利润关系是如何制约沥青的开工率。

前期回顾：[【金信专题报告·沥青】这个冬天有点冷](#)

二、 沥青的各种利润对产量的影响

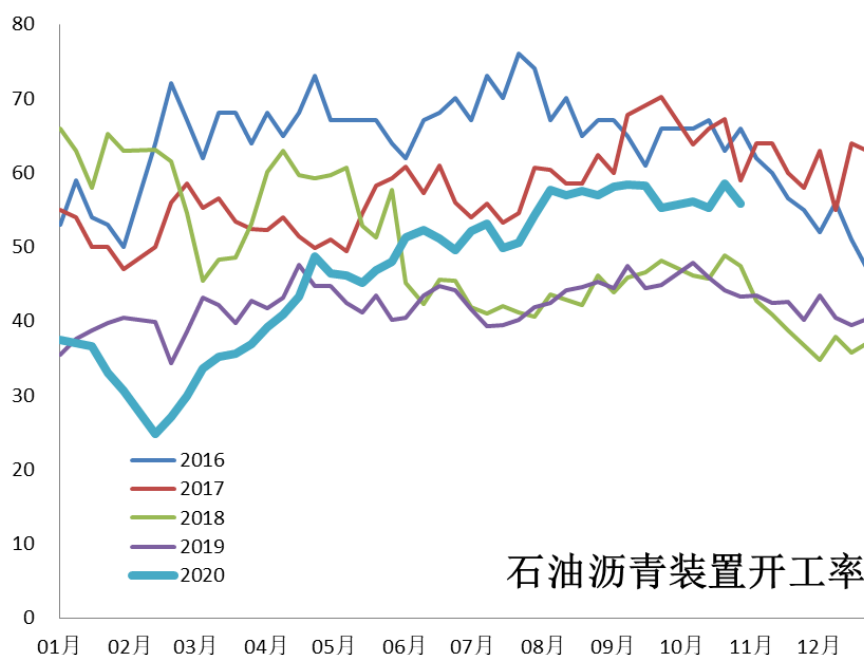
一般而言，市场上所指的沥青利润是指沥青生产利润，在本文中我们称之为小利润。我们认为单纯的小利润并不能完全引导炼厂的沥青装置开工率，因为沥青炼厂同样可以制渣油，沥青装置开工倾向是沥青利润与渣油利润比较的结果。

图 1：山东独立炼厂沥青生产周度综合利润



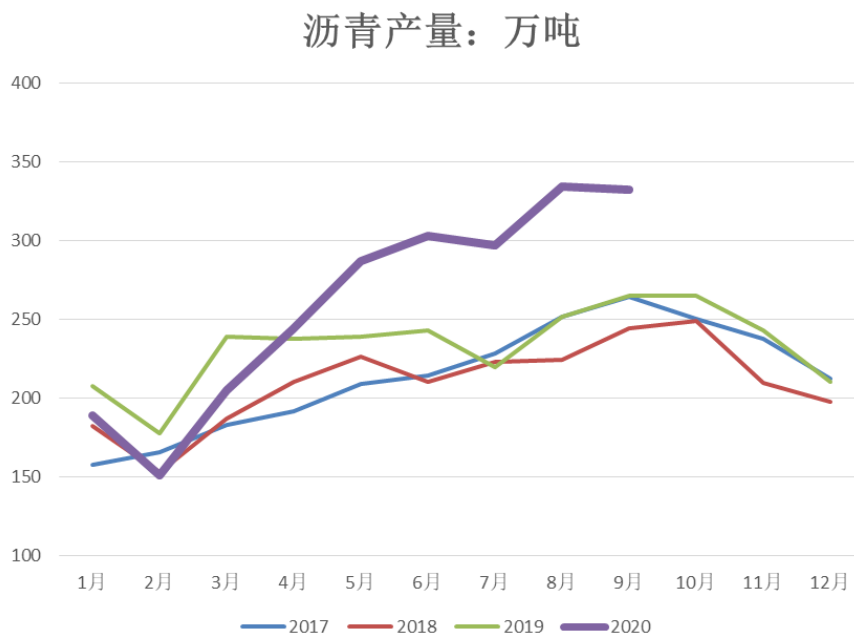
数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

图 2：石油沥青装置开工率



数据来源：Wind，金信期货研究院

图 3：沥青产量（万吨）



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

对照以上数据我们可以看出，沥青炼厂利润在今年 5 月到达高点，随后持续下降，但炼厂开工率排除复工复产提振影响后，在沥青利润低迷的下半年依然持续走高，产量远超前年同期，沥青开工率与小利润并没有明显的正向关系。

图 4：中国渣油毛利（万吨）

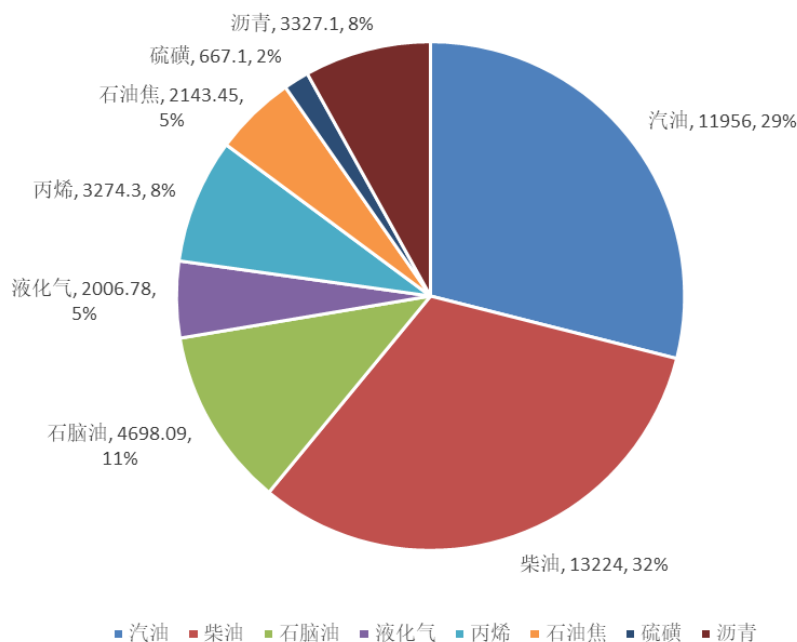


数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

在对比竞争对手渣油利润后，沥青的高产量也就解释的通了，因此若该情况维持，沥青将持续比渣油有竞争优势。

说完小利润后，我们再来说一说大利润，也就是炼油综合利润。众所周知，原油有许多下游，沥青只是其中一小个分支，而在占很大比重的成品油，也就是汽柴油方面（总和约占61%），我国有一条规定，那就是国际油价40美元以下，国内成品油将不做调价。换言之，只要国际油价在40美元以下，国内炼油综合利润会迅速扩大，成品油利润部分分摊给沥青炼厂后，炼厂实际成本会降低，这样也会变相增加沥青的开工率。这也能解释今年我国绝大部分化工产业链的开工率都处于偏高位置。

图 5：9 月国内原油主要下游产量关系（千吨）



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

图 6：中国原油炼油综合生产日度税后装置毛利



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

从图中数据可以看出，国内复工复产完毕以及国外油价趋于稳定的 5 月后，大利润均值在 7 月录得最低，8 月以后再度走高，这也与图 3 中沥青月度产量得到一定匹配，因此在今年低油价背景下，大利润对沥青炼厂产量起到了主要作用，小利润与渣油利润差起到了次要作用。因此，在主要作用利多生产，次要作用也利多生产的情况下，仅以小利润收窄预期沥青产量下滑有失偏颇，在今年冬季国际油价不大涨的前提下，沥青大概率能维持高产量。

三、 沥青四季度维持偏空观点

由于今年国际油价背景与往年不同，因此大利润对沥青生产影响力加大，在冬季国际原油不出现大幅飙涨的前提下，沥青的高开工率大概率得以延续，因此我们维持此前对沥青冬季的偏空观点，沥青价格走势将弱于原油走势。

四、 风险提示

国际油价价格大幅走高，导致大利润受损，从而影响沥青高开工率。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。