



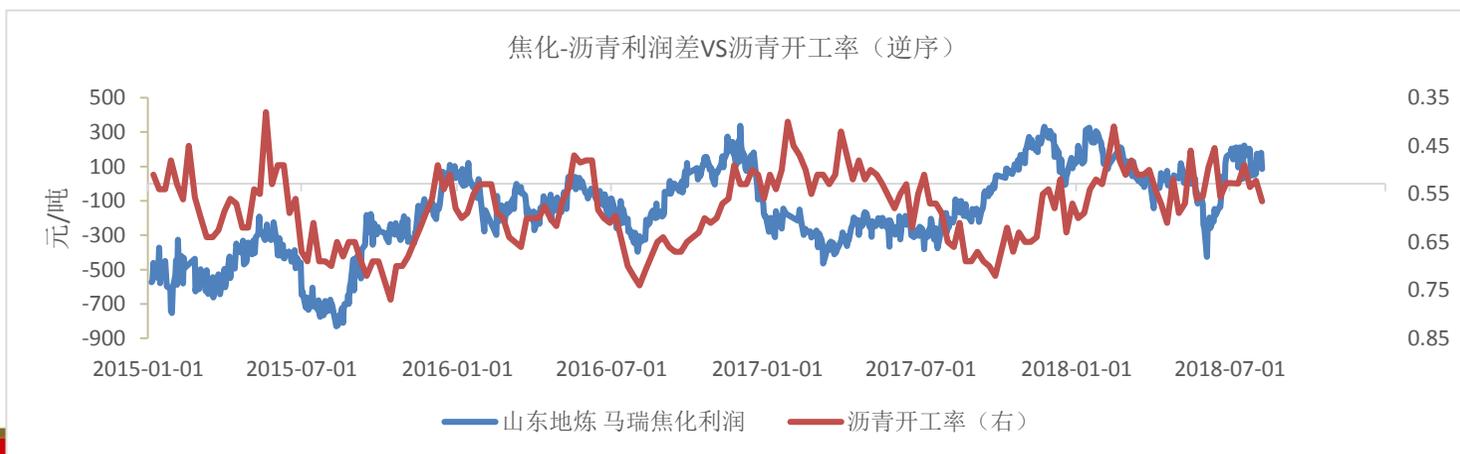
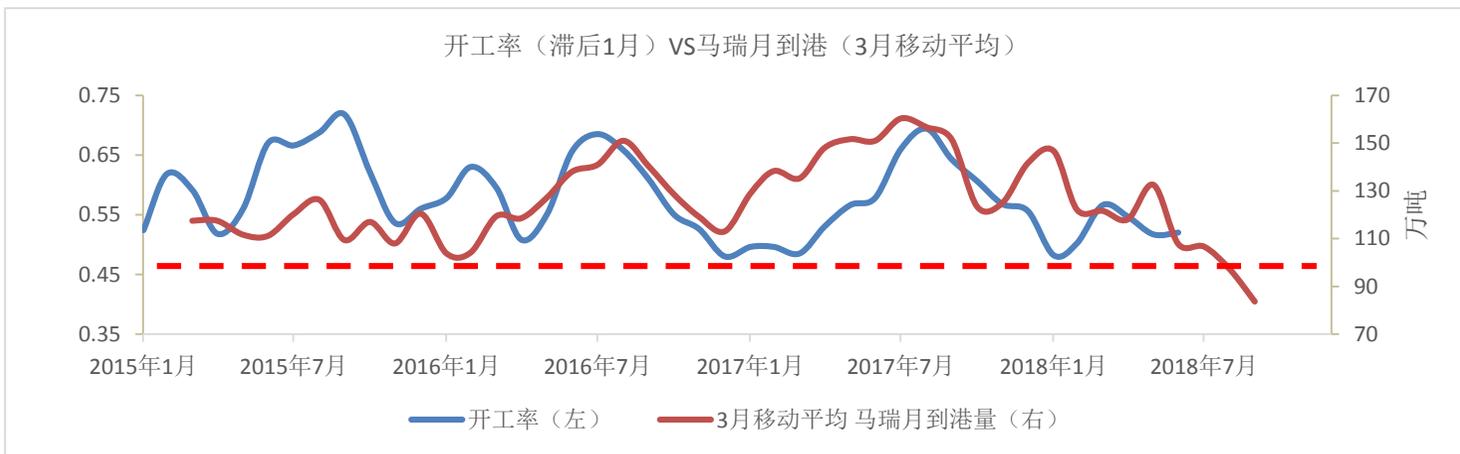
## 观点：

- 综合考虑沥青利润、马瑞月到港量（3月移动平均）、焦化-沥青方案利润差三个因素，我们认为当前开工率提升的上限是60%（详见第2页。）
- 未来沥青价格如何演变的关键在于**需求端**，需求端的关键在于**资金**。相较于去年，沥青、砂石等材料价格均出现上涨，道路项目预算可能不足，终端需求能否释放还是要看资金情况。
- 盘面沥青没有下行动力，**等待需求带来的上行动力出现**。
- 沥青/原油处于半年内高位，炼厂可以考虑锁部分利润。3400以上的价格期现商可以考虑入场。单边暂时观望。

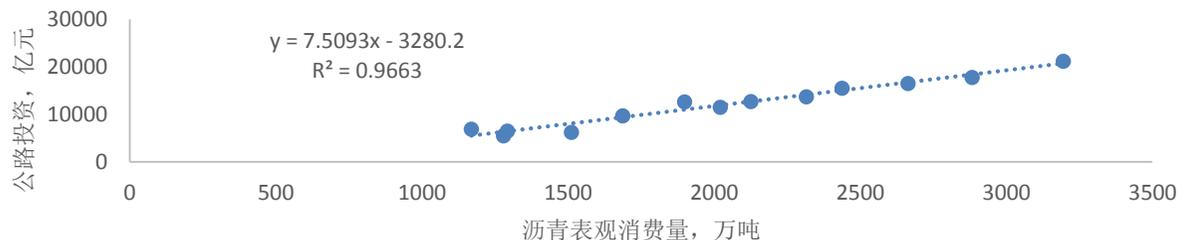
	当前	程度	未来	程度
利多	供应偏低，开工率偏低	★★☆	需求将逐渐恢复	★★☆
	华东山东主力炼厂库存中低位，炼厂挺价意愿强	★★☆	下半年进口沥青量缩减	★★☆
	基差偏高，期货平水现货	★★☆		
利空	当前需求较清淡	★★☆	公路投资累计同比回落，资金紧张问题需继续观察	★★☆
			去年因环保问题关停石料厂，今年石料供应较为紧张，价高	★★☆
			利润相较7月有500元/吨的修复，后期开工率有提升可能	★★☆

## 关于开工率：

- 看图说话，沥青开工率与利润的相关性并不好，与马瑞月到港量（3月移动平均）、焦化-沥青方案利润差的相关性更大，后两因素更能体现沥青的季节性特征。
- 沥青开工率与马瑞到港量波动较为一致，而近3个月马瑞到港量的移动平均数值一直在下滑，可能会限制三季度沥青开工率提升。
- 焦化-沥青利润差通常领先于沥青开工率，并先于开工率达到曲线的波谷。
- 从图2、图3来看，当前沥青开工率均不具备提升的条件。
- 利润修复路径：原油下跌/沥青上涨。图1中沥青利润相较于1个月前已有500元/吨的修复，支持开工率提升。
- 综上，图2图3与图1的作用有一定抵消，当前情况下我们认为开工率提升的上限是60%。



年度沥青表观消费量与公路投资



## 供需平衡表:

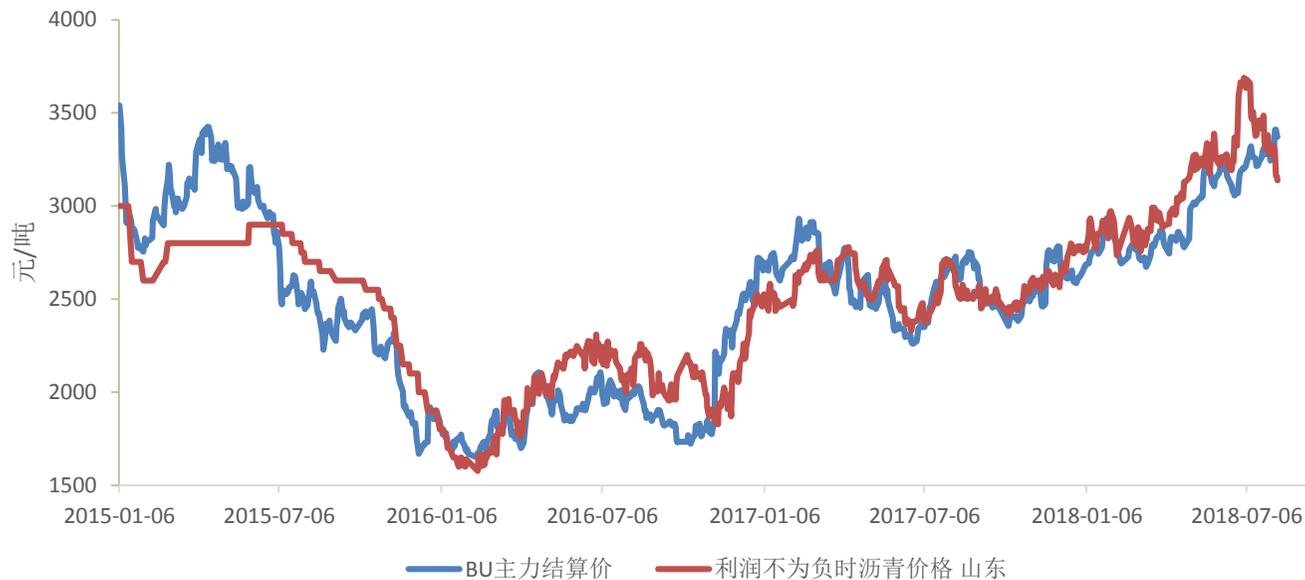
- 表观消费量依据预计的公路投资数额来预估（根据线性相关关系）。过去五年年均表观消费量增速**8.5%**，年均投资增速**10.8%**。
- 修正平衡表。如果全年投资完成额为**1.95万亿**（即刚好完成计划，**投资增速-7.7%**，认为**这是最差的情况**），对应**3037万吨**的表观消费（**表观消费增速-4.9%**）。
- 我们倾向于认为在当前的原料到港情况和焦化-沥青相对利润情况限制下，**60%**是开工率的上限，对应表中的产量预估值。
- 由于平衡表中消费是我们预估的最差情况，若实际的消费有更好表现，则会引起供不应求。
- 关注资金情况对于消费的影响。

2017年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年	
国产量		168	171	200	205	230	228	248	268	289	266	248	209	2729
进口量		28	31	40	39	56	44	40	53	52	40	47	33	504
出口		2	2	1	1	6	2	2	5	3	4	3	7	39
表观消费		187	192	230	234	268	259	277	316	338	303	292	235	3133
消费当月同比%		-1.6	2.2	-7.5	-8.9	7.8	12.8	4.3	16.8	32.6	23.3	35.2	14.3	10.8
消费累计同比%		-1.6	0.3	-2.8	-4.6	-1.9	0.6	1.2	3.4	6.7	8.4	10.6	10.8-	
2018年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年	
国产量		181	151	186	219	229	213	223	248	256	260	258	238	2661
进口量		40	34	47	36	38	38	39	40	38	35	34	30	449
出口		6	5	5	2	8	4	6	7	6	6	6	13	74
表观消费		215	180	228	253	259	247	257	281	288	289	286	255	3037
消费当月同比%		10.9	-10.0	-4.3	4.0	-7.4	-8.7	-10.1	-11.1	-14.8	-4.6	-1.9	8.2	-4.9
消费累计同比%		10.9	0.3	-1.5	0.1	-1.8	-3.1	-4.2	-5.3	-6.7	-6.4	-6.0	-4.9-	

## 沥青估值:

- “沥青主力结算价”与“利润不为负时沥青价格”两条曲线，前者在后者之下意味着亏损，最长连续亏损时间约半年。目前前者已回到后者之上，利润修复逻辑已实现。
- 当前山东存在期现的操作机会，期货价格已位于仓单上压力位之上。
- 当前炼厂无库存压力，加之旺季预期存在，挺价意愿强烈，**沥青无下行动力**。但**上行动力也不足**，需求好转但并没有到爆发的时间点，沥青震荡为主，【3350-3400】为较为合理的估值。

沥青主力结算价与不亏损时对应的山东价格



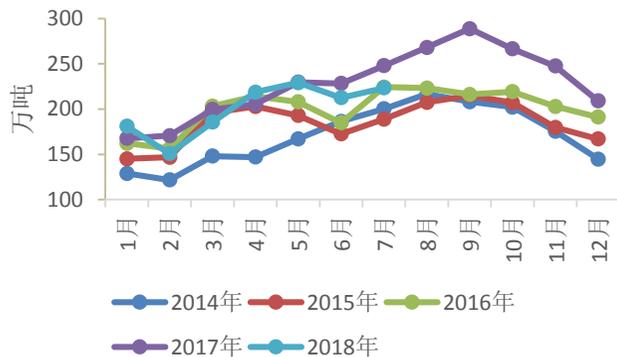
山东仓单上压力位



## 供应-国产:

- 开工率56.6%，上周52.3%
- 2018年7月产量223.41万吨（百川）

产量季节性



卓创沥青开工率



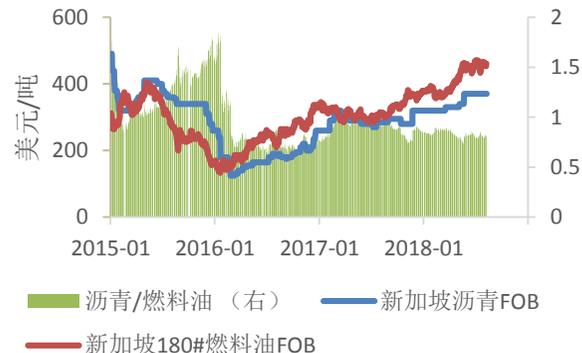
## 供应-进口:

- 沥青/燃料油
  - 韩国0.87，上周0.89
  - 新加坡0.80，上周0.81
  - 韩国沥青经济性好于燃料油
- 进口
  - 3月进口47.4万吨（海关数据暂缓发布）
  - 船期：6月到港33.6万吨，7月到港40.5万吨，8月截至目前到港13.2万吨
- 华东进口利润-335元/吨，上周-381元/吨

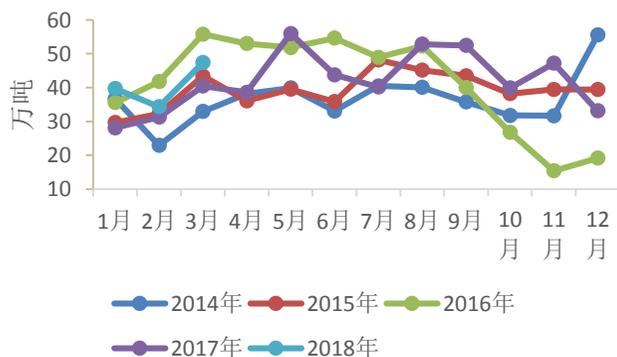
韩国沥青/燃料油比价



新加坡沥青/燃料油比价



进口量季节性



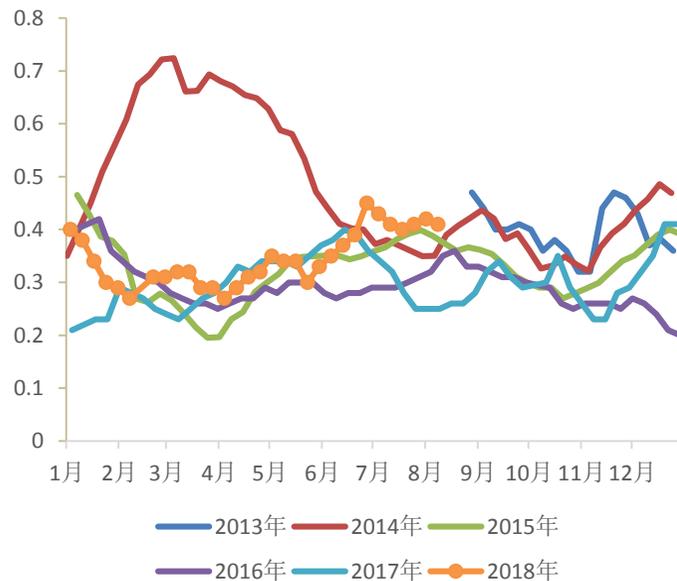
华东进口利润



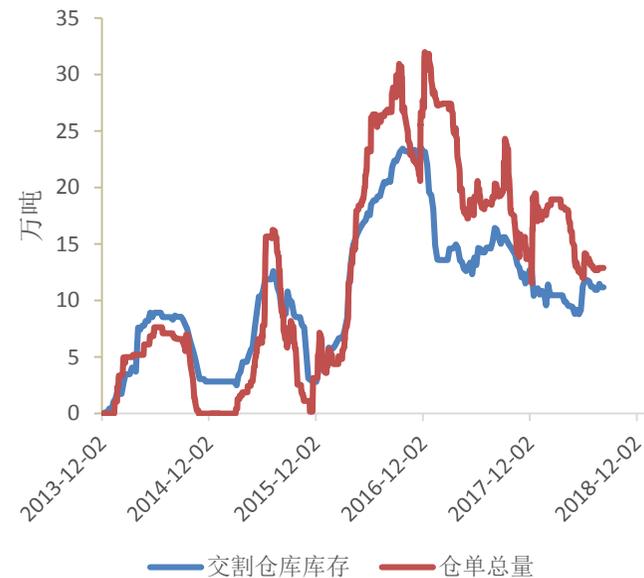
## 库存:

- 炼厂库存
  - 整体41%，上周42%
  - 华东27%，上周28%
  - 华北山东35%，上周34%
- 期货库存
  - 仓库库存11.2万吨，持平
  - 仓单12.9万吨，持平

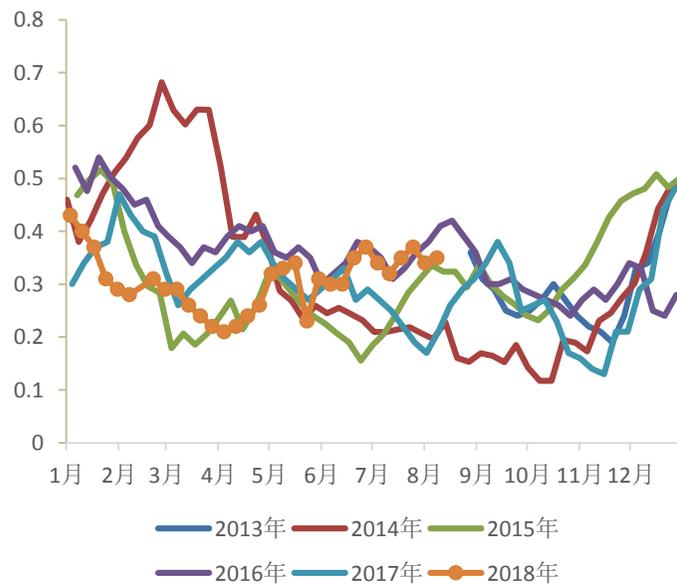
沥青炼厂库存-整体



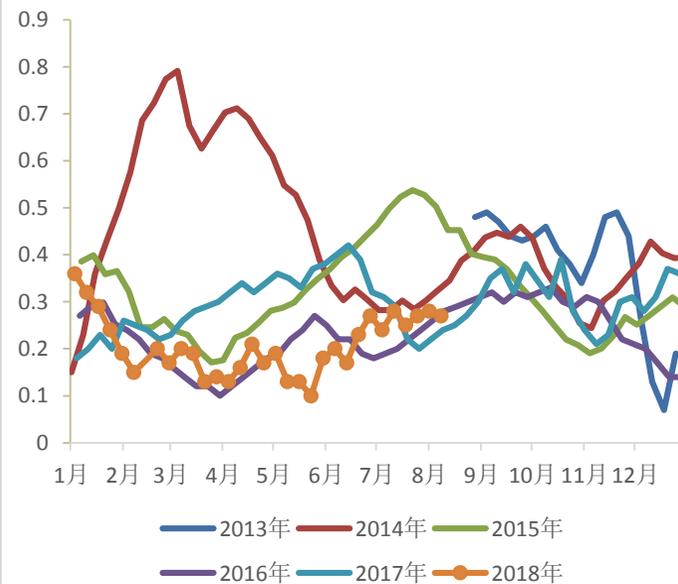
期货库存



沥青炼厂库存-华北山东



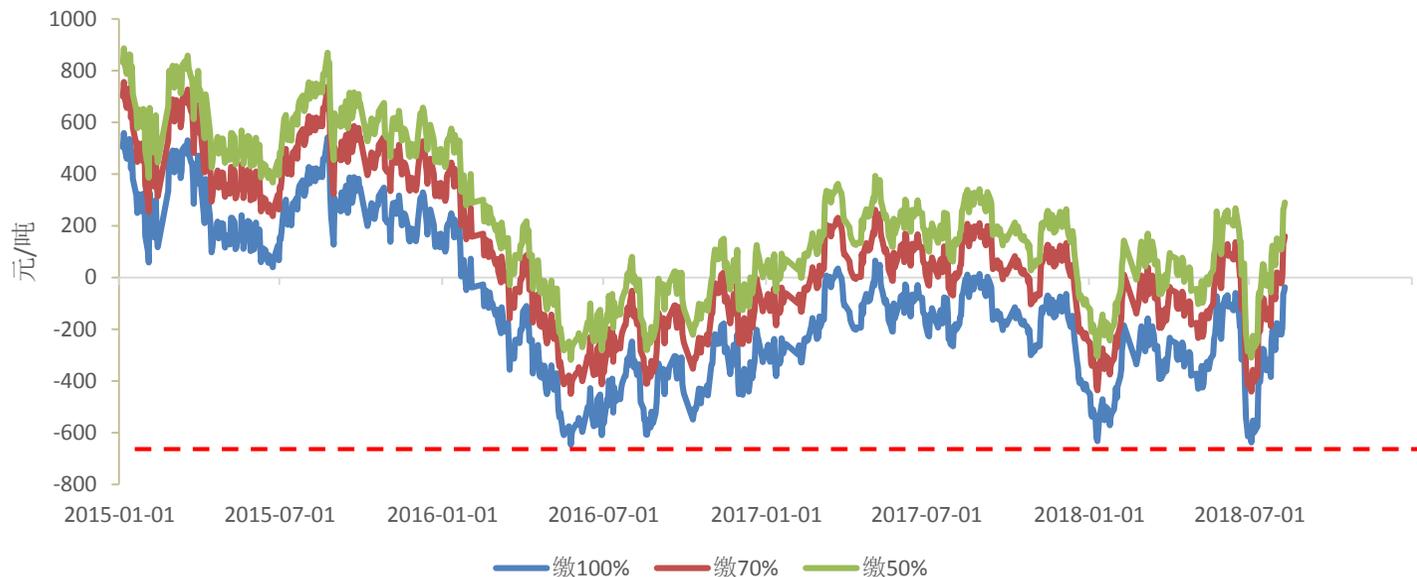
沥青炼厂库存-华东



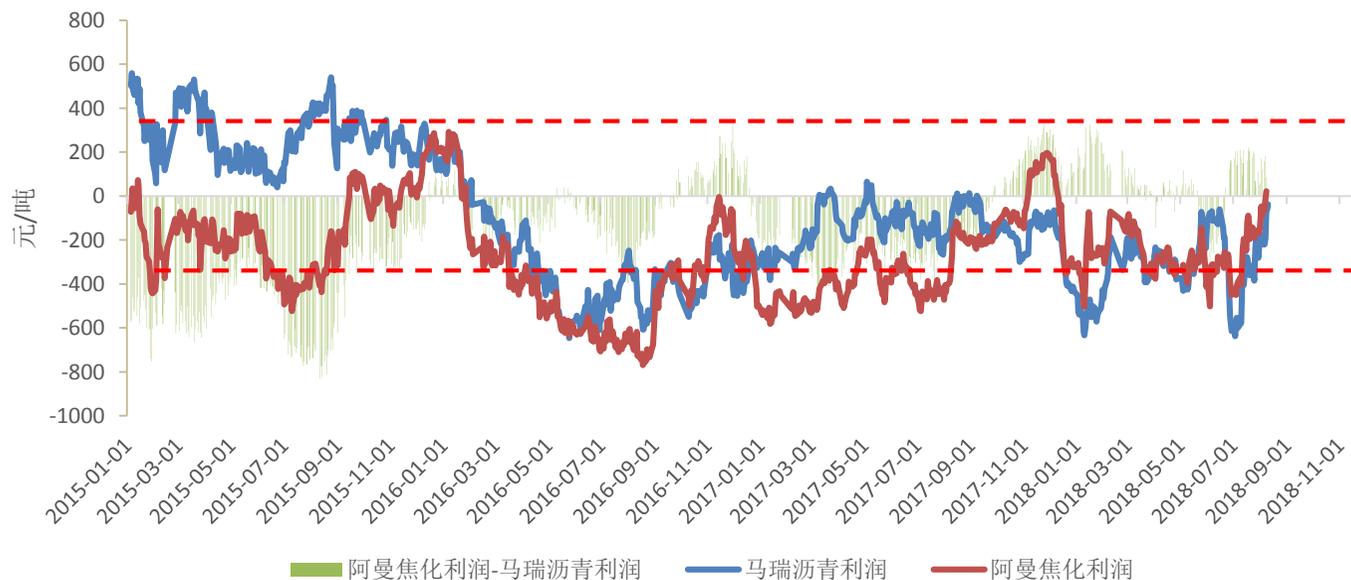
## 利润:

- 马瑞沥青方案利润
  - 消费税缴100%
    - -37元/吨, 上周-211元./吨
- 阿曼焦化方案-马瑞沥青方案利润差值在高位, 焦化方案经济性较好

马瑞沥青利润-消费税缴纳的不同情况

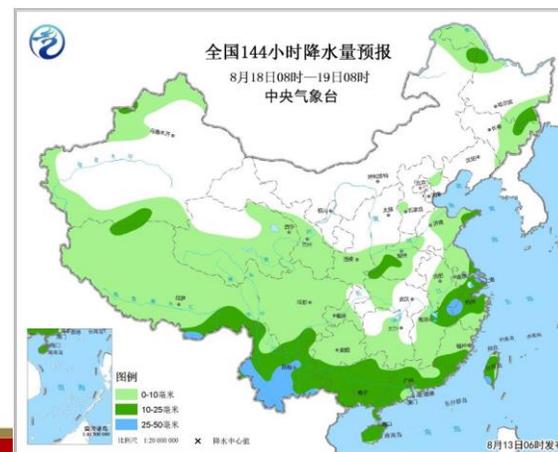
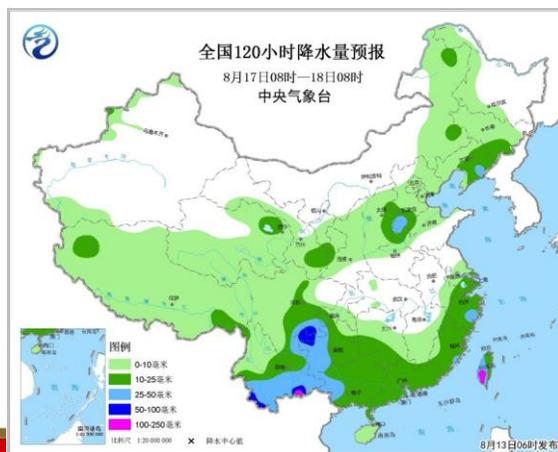
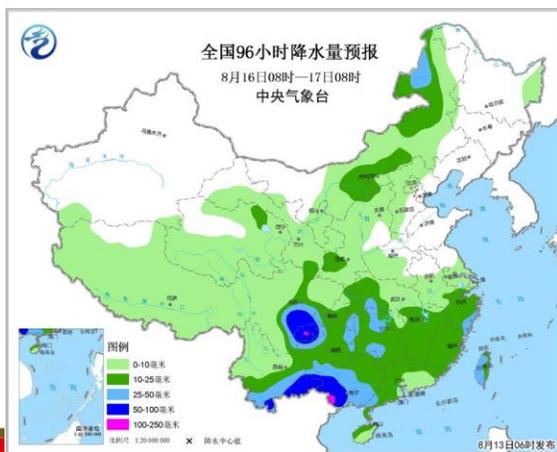
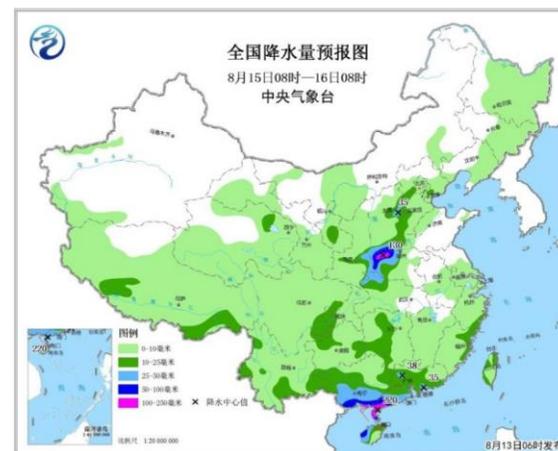
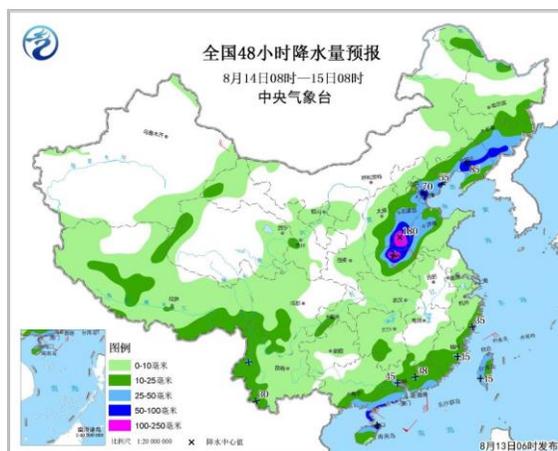
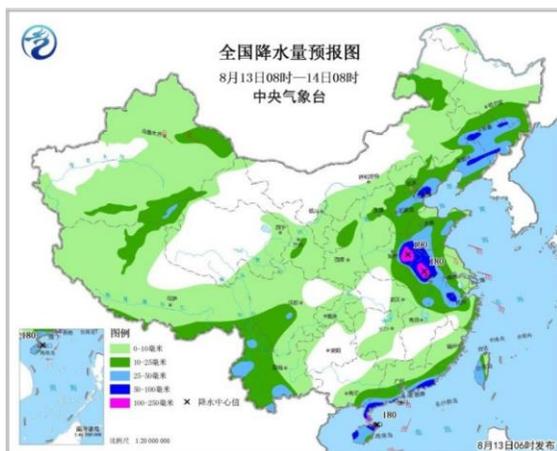


焦化/沥青方案利润对比

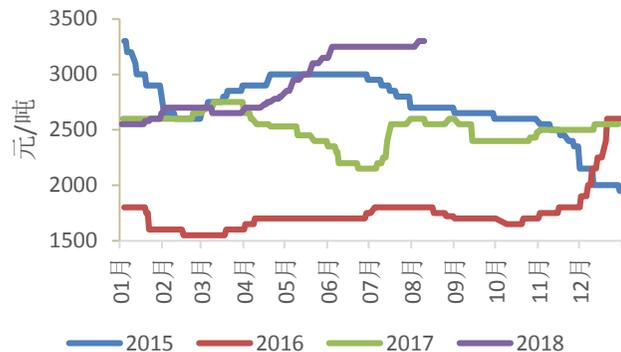


## 市场情况:

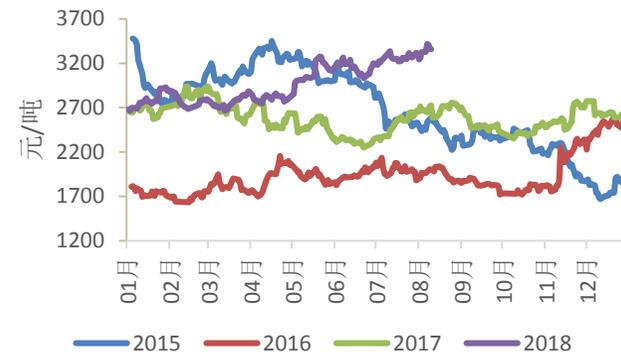
- 本周: 终端需求整体偏弱, 但在缓慢恢复中
- 下周: 8月13日当周有降雨



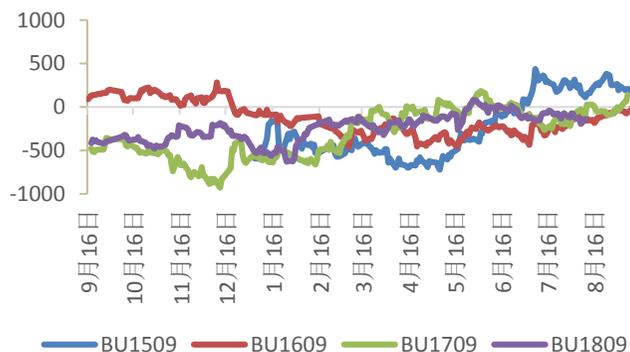
华东沥青现货季节性



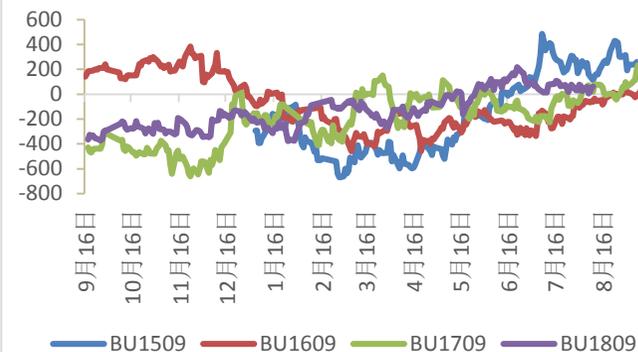
沥青主力合约结算价



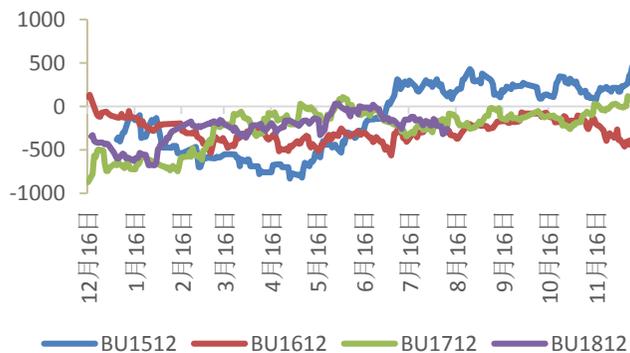
沥青09合约山东基差



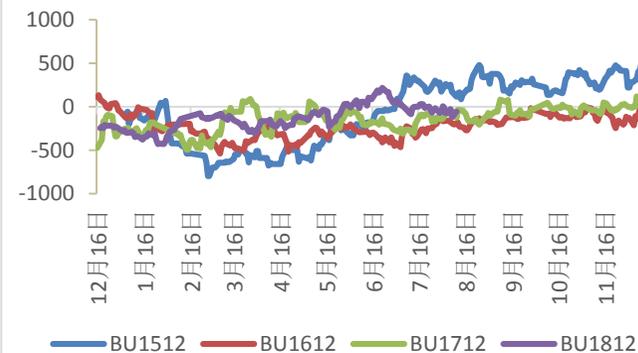
沥青09合约华东基差



沥青12合约山东基差



沥青12合约华东基差

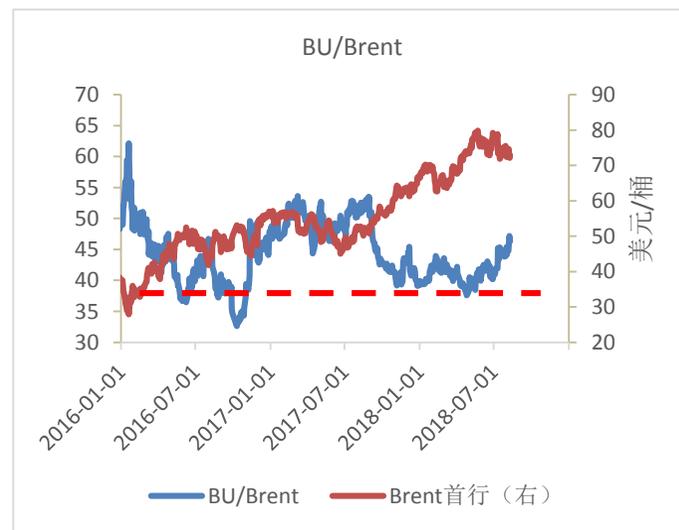
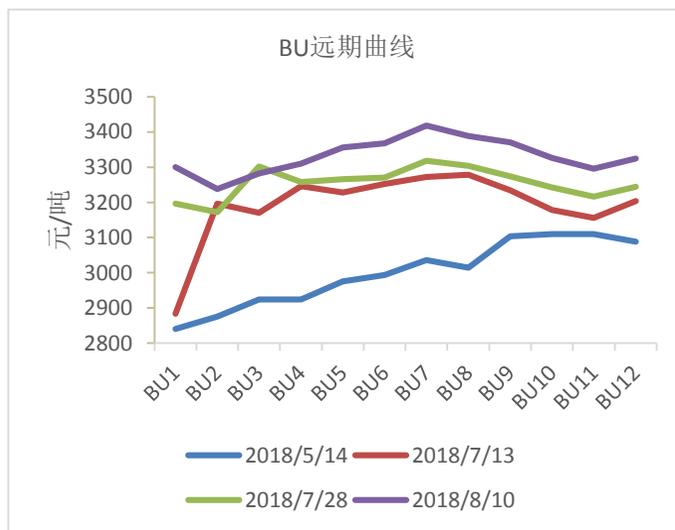
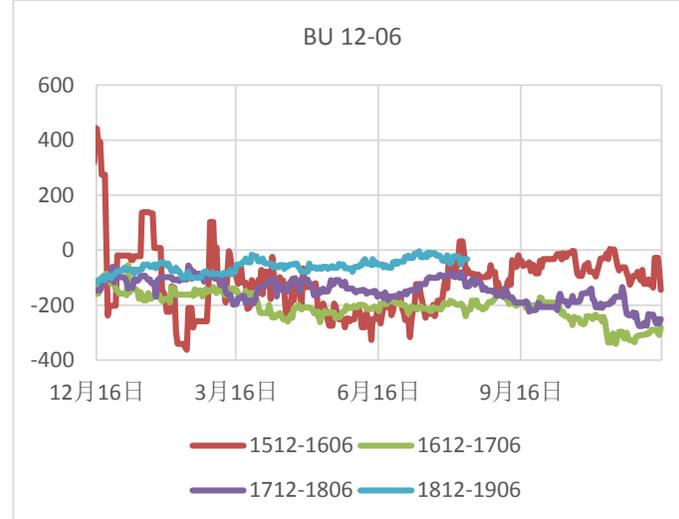
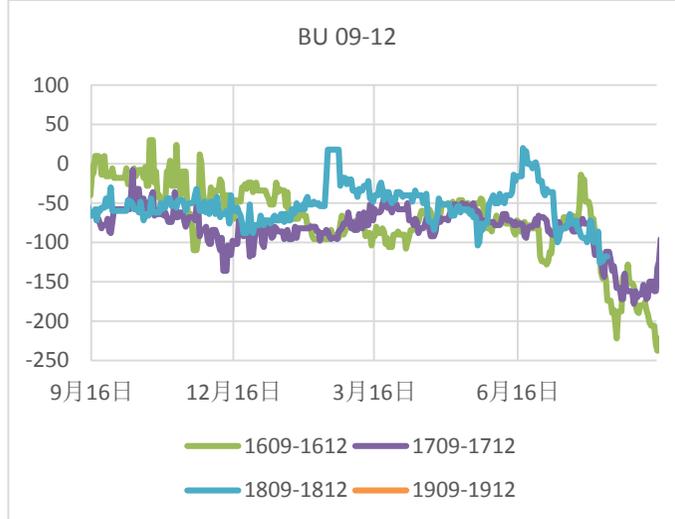


价格与价差:

- 本周市场价各地区持稳
- 基差
  - 09合约基差
    - 山东-138, 上周-124
    - 华东+62, 上周+26
  - 12合约基差
    - 山东-256, 上周-224
    - 华东-56, 上周-74

## 价格与价差:

- 价差
  - 09-12价差-118, 上周-100
  - 沥青近远月基本平水, 月间差无明显逻辑
- 沥青/原油
  - BU/Brent比值46.3, 上周45
  - 统计套利角度比价处于半年内高位, 炼厂可以考虑锁部分利润



# Thank you for watching!

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。