



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

顾双飞

投资咨询证号：

Z0013611



南华期货研究 NFR

2021 年商品四季度展望

石油沥青

四季度小回暖可期

摘要

未来两个月沥青供需结构存在好转的可能，但正常情况下今年的库存依然会高于去年同期水平，导致沥青很难走出独立的上涨行情，除非需求端在 10 月份以后能有超预期的表现；供给侧目前来看年底之前稀释沥青的原料问题并不构成扰动因素，可能发酵的时间点在明年 1 月以后，预计至少提升沥青成本 300 元/吨以上，除非炼厂找到了其他的原材料替代途径；成本端原油四季度依然易涨难跌，加之目前沥青裂解和加工利润处于低位，沥青单边价格回调幅度有限；油品系中沥青或依然弱于燃料油和 SC 原油，裂解或对冲多头策略暂时不太适合沥青，我们曾经在往期周报中提示逢低单边短线试多的尝试，目前来看可以继续持有，未入场的可以考虑等待原油回调后择机介入，下方 3000 元/吨附近将有较强的支撑。

风险点：沥青需求不及预期，原油大幅调整

目录

第 1 章	行情及策略回顾.....	4
1.1.	需求复苏节奏推后，低产不敌低销	4
1.2.	半年度策略回顾（格局要变？未来可期）	5
第 2 章	成本端——四季度原油依然难有深调.....	5
2.1.	能源需求旺季，气、煤紧缺或影响到原油需求	5
2.2.	原油供需预期预测	7
第 3 章	供需结构或有改善，但边际有限	8
3.1.	需求短期或有改善	8
3.2.	供给侧收缩力度不及预期	11
3.3.	稀释沥青如预期去库，但速度不及预期	15
3.4.	进入季节性去库周期，幅度取决于需求端的爆发力度	16
3.5.	沥青在油品系难有出挑表现	17
第 4 章	逻辑总结和策略推荐	19
	免责声明	20

图表目录

图 1.1.1:	沥青价格走势对原油比价	4
图 2.1.1:	美国天然气价格首行（美元/百万英热）	5
图 2.1.2:	英国天然气价格首行（英镑/撒姆）	5
图 2.1.3:	欧洲柴油和天然气单位热值价格对比（美元/百万英热）	6
图 2.1.4:	美国汽油库存季节性（百万桶）	6
图 2.1.5:	美国馏分油库存季节性（百万桶）	6
图 2.1.6:	美国炼厂开工率季节性（%）	7
图 2.2.1:	EIA 短期全球原油供需展望（百万桶/天）	7
图 2.2.2:	美商业原油库存季节性（百万桶）	8
图 2.2.3:	ARA 地区原油库存（百万桶）	8
图 3.1.1:	地方政府专项债发行额累计值（亿元）	8
图 3.1.2:	地方政府收费公路专项债发行额累计值（亿元）	8

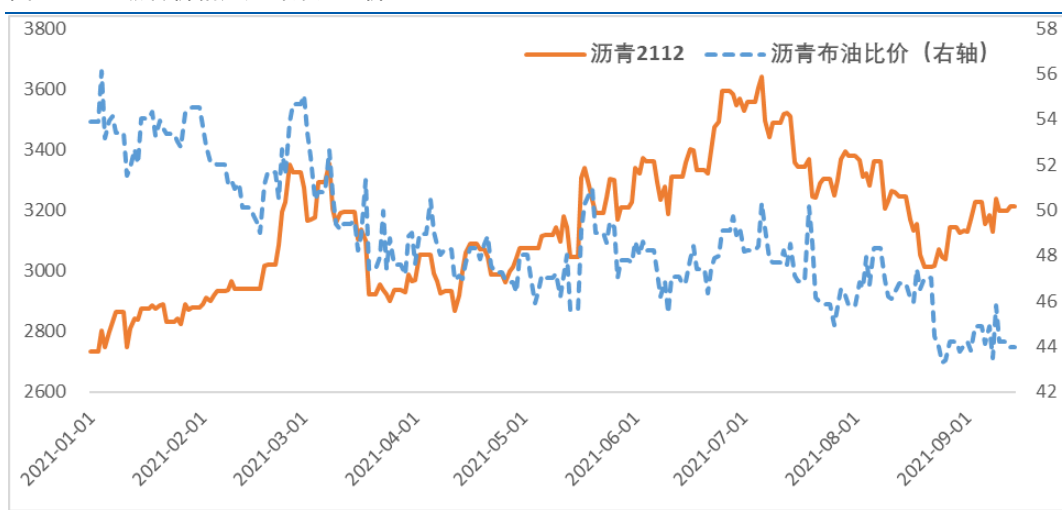
图 3.1.3: 招标引申沥青需求当月加权值 (吨)	9
图 3.1.4: 全国公路固定资产投资季节性 (亿元)	9
图 3.1.5: 全国公路固定资产投资季节性 (物价调整) (亿元)	9
图 3.1.6: 全国公路固定资产投资累计 (物价调整) (亿元)	10
图 3.1.7: 国内沥青混凝土摊铺机月度销量 (台)	10
图 3.1.8: 道路沥青消费季节性 (万吨)	10
图 3.1.9: 防水沥青消费季节性 (万吨)	10
图 3.1.10: 房屋销售面积季节性 (万平米)	11
图 3.1.11: 房屋开工面积季节性 (万平米)	11
图 3.1.12: 沥青需求推算 (万吨)	11
表 3.2.1: 8 月份炼厂排产计划比较真实产量 (万吨)	12
图 3.2.1: 国内炼厂沥青周度产量按所属 (吨)	12
图 3.2.2: 国内沥青产能 (万吨) 和开工率	12
图 3.2.3: 沥青主力对布伦特原油裂解价差 (美元/桶)	13
图 3.2.4: 沥青主力对 SC 原油裂解价差 (元/桶)	13
图 3.2.5: 我国地炼沥青方向综合加工利润 (元/吨)	13
图 3.2.6: 我国地炼焦化方向综合加工利润 (元/吨)	13
图 3.2.7: 国内沥青炼厂周度产量 (万吨)	14
图 3.2.8: 国内沥青炼厂周度开工率 (%)	14
图 3.2.9: 沥青净进口量季节性 (万吨)	15
图 3.3.1: 我国稀释沥青月度进口量季节性 (万吨)	15
图 3.3.2: 我国稀释沥青港口库存量 (万吨)	16
图 3.4.1: 国内沥青样本炼厂周度库存 (万吨)	17
图 3.4.2: 国内沥青社库季节性库存率 (%)	17
图 3.4.3: 沥青总库存量推导季节性 (万吨)	17
图 3.5.1: 国内原油 SC 仓单量 (桶)	18
图 3.5.2: 新加坡燃料油库存季节性 (万桶)	18
图 3.5.3: 富查伊拉燃料油库存季节性 (万桶)	18
图 3.5.4: 国内 FU 仓单量 (吨)	18

第1章 行情及策略回顾

1.1. 需求复苏节奏推后，低产不敌低销

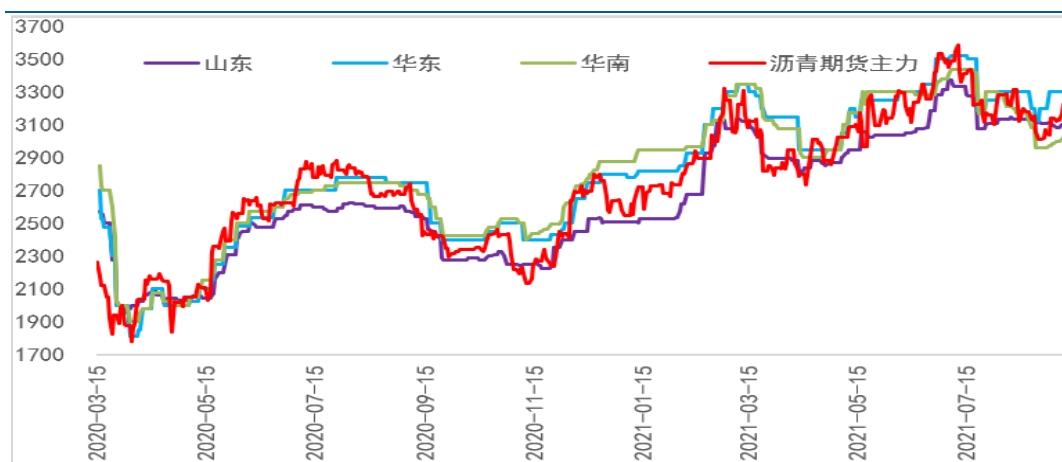
今年年中以来，沥青供需双弱的格局延续至今，我们在今年半年报中已经对此情况有所提示：供给侧，地炼原料问题，税收监管趋严、沥青方向加工利润持续低位等种种因素限制了过去几个月来的产能供给；但另一方面在需求端，今年 7-8 月以来的超量降雨，以及长三角地区的疫情扰动，在很大程度上影响了 8 月份本该有的去库节奏。与此同时，华北山东地区的终端需求也大幅不及往年同期，在 8 月份百川大幅上调了沥青产量后，沥青去库的预期迟迟不能兑现，裂解价差依然维持底部区间震荡，难有大的起色。

图 1.1.1：沥青价格走势对原油比价



资料来源：万得 南华研究

图 2.1.2：沥青期货和现货各地价格走势（元/吨）



资料来源：万得 南华研究

从上图中我们也可以看到最近几个月以来的各地沥青供需情况变化，特别是山东和华南地区今年的沥青现货表现较弱，价格一度形成南北倒挂。近期随着原油价格的反弹，各地现货价格小幅上涨，但较期货上涨幅度依然偏弱。

1.2. 半年度策略回顾（格局要变？未来可期）

在今天的半年报中，我们对沥青的观点相对偏乐观，主要是基于供给侧的大幅下调预期，6-8 月的排产计划较去年同期均有逾 30 万吨的减量，与此同时需求端看好 8 月以后的复苏增量，因此总体我们认为 8 月下旬或开始启动一轮沥青去库，在驱动端给予沥青裂解以及月差走强的支持。这样的逻辑在 6-7 月份的确有所验证，但进入 8 月后反而显得后劲不足：一方面是 8 月超量的降雨和长三角突发的疫情拖后了需求的复苏节奏，另一方面 8 月份的实际产量大幅超过了月初的排产计划，导致 8 月份我们预期的大幅去库没有兑现。沥青在 8 月份供需结构依然没有好转，与此同时，稀释沥青的库存依然相对充裕，原材料的问题短期并没有成为影响供给侧的关键变量。因此三季度沥青并没有走出相对独立的行情，中间仅有一些结构性反弹的小机会，但大体上仍然延续了二季度震荡偏弱的走势。

第2章 成本端——四季度原油依然难有深调

2.1. 能源需求旺季，气、煤紧缺或影响到原油需求

纵观三季度，在一个传统的消费需求淡季，全球范围内天然气、煤炭供给依然相对紧张。特别是海外天然气需求，轮番创出历史新高，而在今年冬季以前，这样的态势可能进一步加剧。

图 2.1.1：美国天然气价格首行（美元/百万英热）

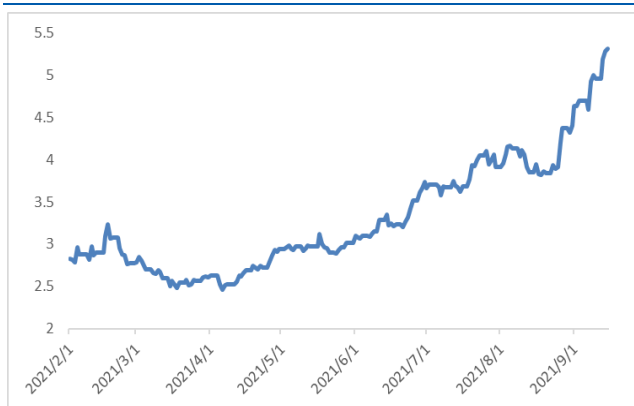
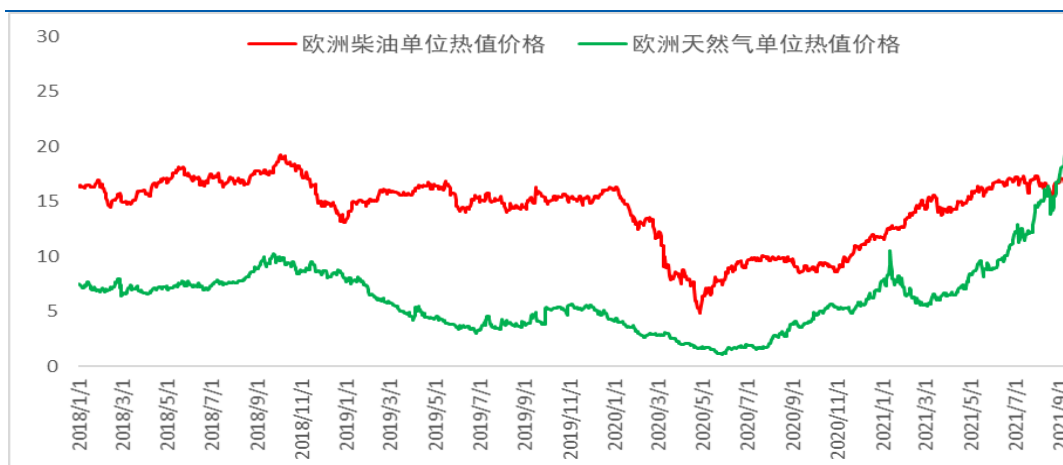


图 2.1.2：英国天然气价格首行（英镑/撒姆）



资料来源：彭博 南华研究

图 2.1.3：欧洲柴油和天然气单位热值价格对比（美元/百万英热）



资料来源：彭博 南华研究

替代能源中，天然气、丙烷等能源的价格暴涨。目前欧洲天然气的单位热值价格，已经逐渐超过了柴油，这在过往很多年都是比较罕见的。虽然原油下游油品中能够实际用于替代的比例有限，但依然不可忽视下游成品油需求在冬季可能带来的增量，而且在情绪上能源价格普涨的背景也限制了原油的可能下行空间。

图 2.1.4：美国汽油库存季节性（百万桶）

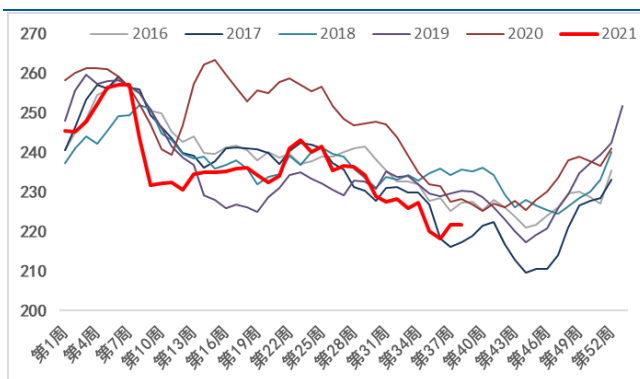
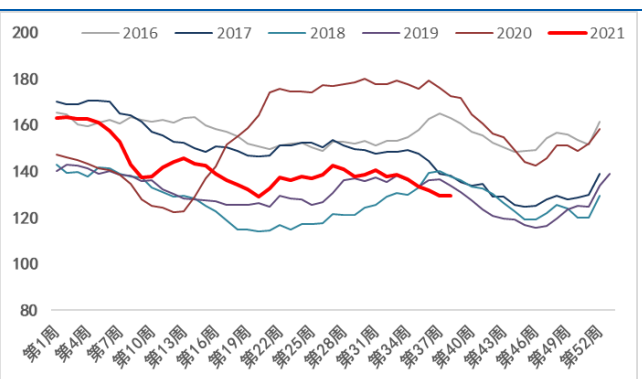
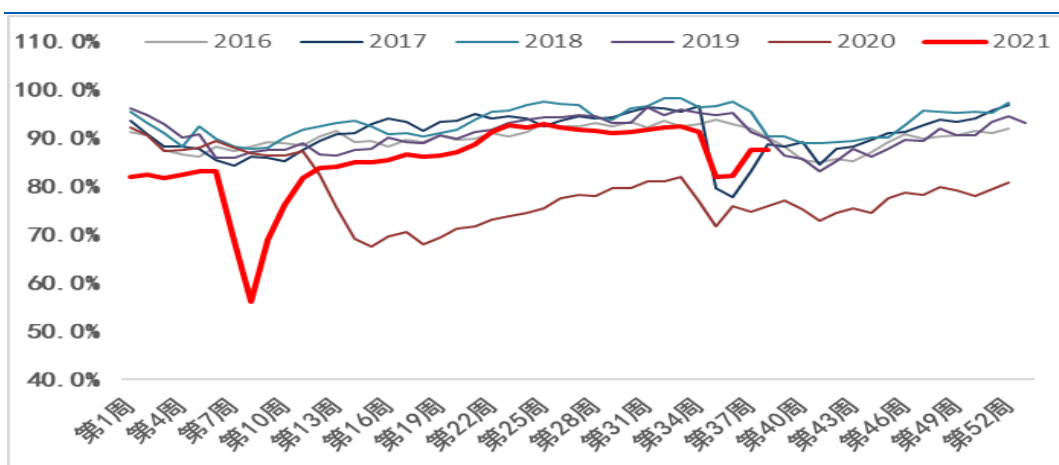


图 2.1.5：美国馏分油库存季节性（百万桶）



资料来源：彭博 DOE 南华研究

图 2.1.6：美国炼厂开工率季节性（%）

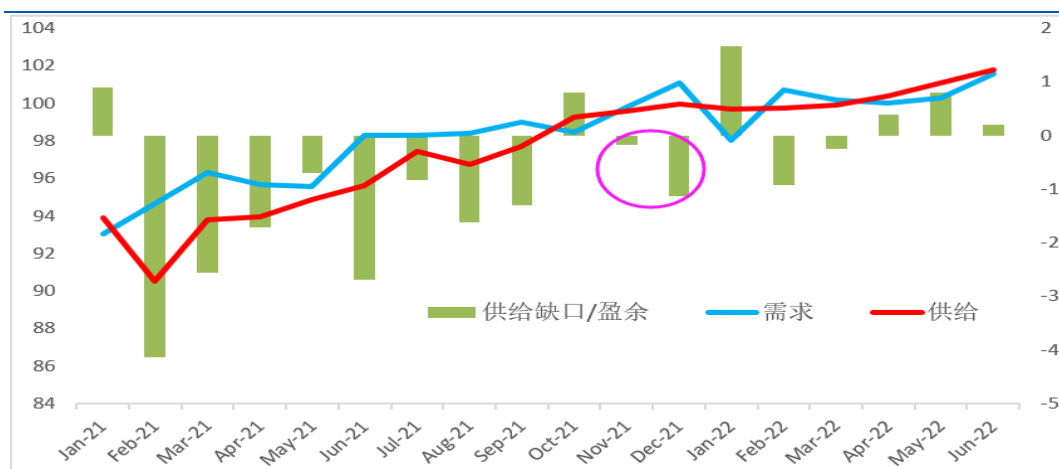


资料来源：彭博 DOE 南华研究

2.2. 原油供需预期预测

首先在宏观层面，目前美国 Taper 缩表的预期在盘面已经逐渐消化（参考今年 8 月下旬的原油暴跌，亦算是对 Taper 的一次压力测试），因此四季度货币流动性层面对原油的冲击或逐渐淡化，原油市场的价格影响因素或再度转移至供需层面，我们在本章上一节中，从其他替代能源、下游油品消费的角度说明了今年四季度原油需求依然会维持相对强势的状态，细化到供需平衡，我们首先以 EIA 能源展望做一个汇总：

图 2.2.1：EIA 短期全球原油供需展望（百万桶/天）



资料来源：EIA 南华研究

总体而言，虽然四季度的供需缺口较今年上半年有所缩窄，但大体上全球原油依然会处于供不应求的状态，而近期强劲的成品油和替代能源的消费，以及连续去库的美国原油和油品库存，更让原油短期依然处于易涨难跌的状态，这样的格局或需要在明年一季度才能有所转向。

图 2.2.2: 美商业原油库存季节性 (百万桶)

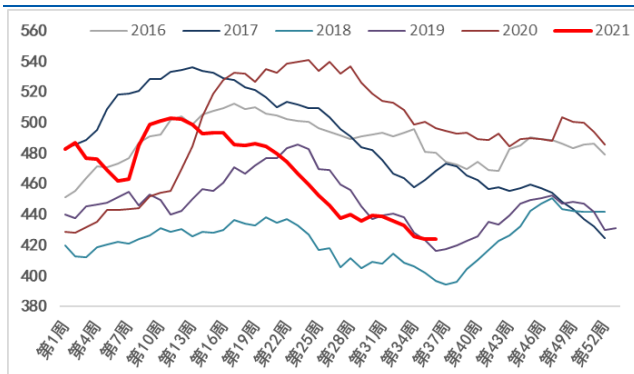
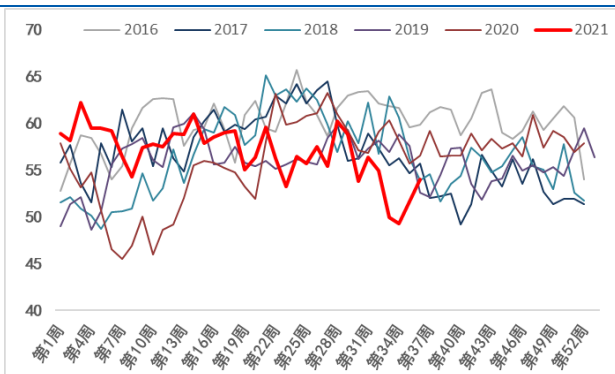


图 2.2.3: ARA 地区原油库存 (百万桶)



资料来源：彭博 DOE 南华研究

综合来看，虽然原油未来将逐渐面临供需格局转向的可能，但在未来几个月依然将处于供不应求的状态。我们在半年报中提示的布伦特原油 65-80 美元的震荡区间在三季度得到了验证：65 美元作为彼时 Taper 预期最强烈的时间节点已经过去，未来原油将回归自身的供需逻辑，除非美联储超预期收缩流动性，否则四季度我们认为原油下方重心或有所上移，布伦特原油大部分时间内或处于 70-80 美元区间震荡。

第3章 供需结构或有改善，但边际有限

3.1. 需求短期或有改善

今年以来沥青的需求一直很差，其原因我们在过往的研究报告中有所解释：1、超级降雨；2、疫情因素；3、资金因素。我们原本预期天气状况会在 8 月份逐渐好转，但今年 8 月份的降雨依然偏多，加之突发的长三角疫情因素，导致 8 月份的需求爆发并没有如期兑现。另外一个层面，今年发行节奏偏慢的专项债，也在相当程度上延缓了终端的需求进度。

图 3.1.1: 地方政府专项债发行额累计值 (亿元)

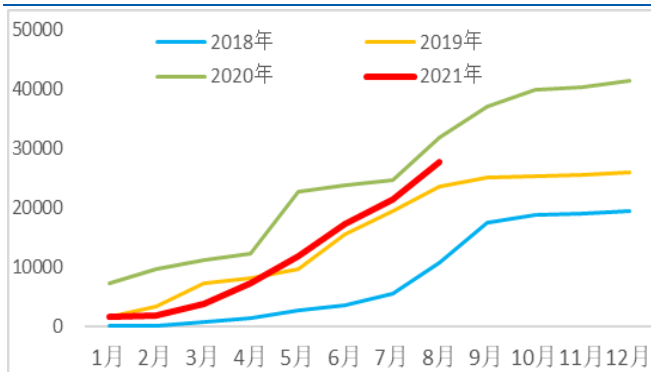
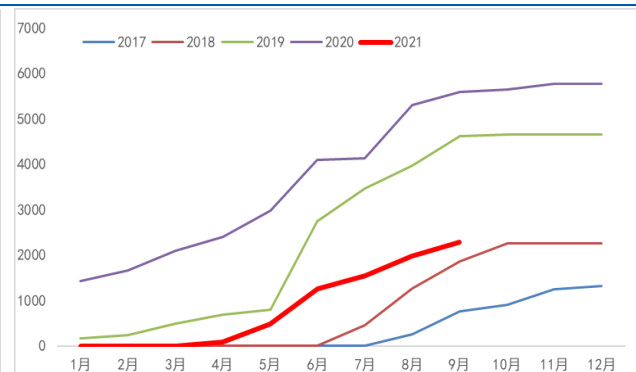


图 3.1.2: 地方政府收费公路专项债发行额累计值 (亿元)



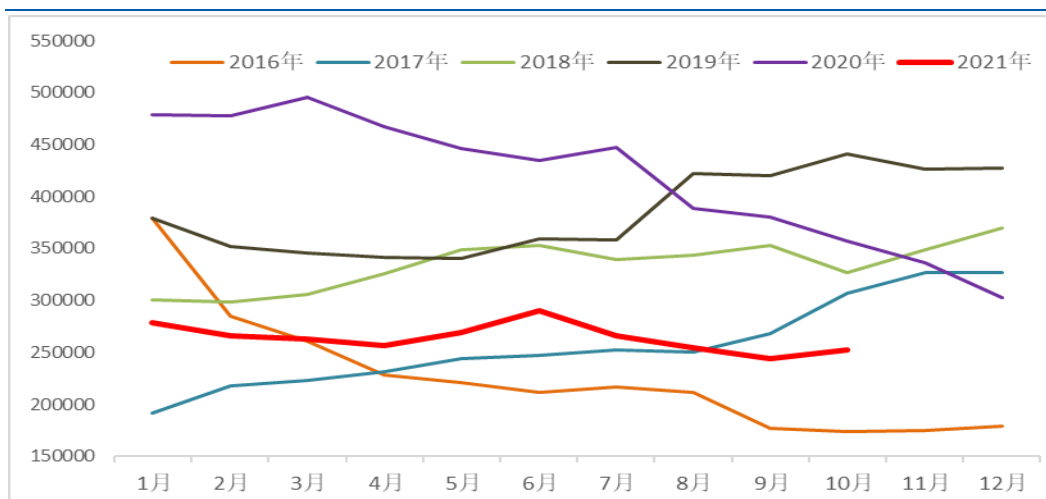
资料来源：万得 南华研究

虽然说近期的专项债发行节奏开始有所加快（如图 3.1.1 所示），但很明显在收费

公路专项债层面的发行力度依然严重偏慢（如图 3.1.2 所示），截止到今年 9 月份的收费公路专项债发行累计量依然远远低于过去两年的同期水平，资金层面的相对紧张大幅掣肘了终端需求。

而根据我们对沥青招投标数据的跟踪来看，今年的需求亦的确难言乐观，即使进入了 9-10 月，沥青的招标需求依然处于历史同期低位：

图 3.1.3： 招标引申沥青需求当月加权值（吨）

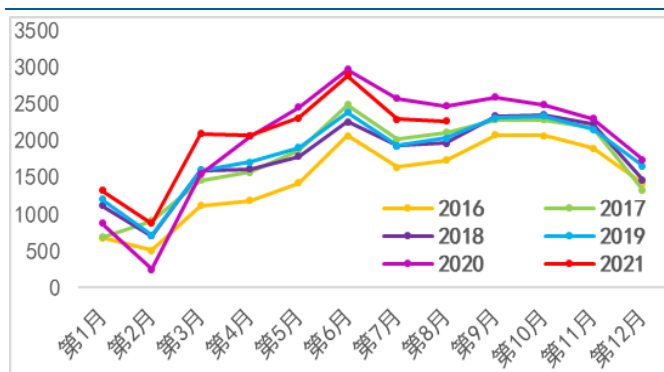


资料来源：百川 南华研究

上述数据和沥青真实的终端需求状况有所偏差，一方面是沥青需求还有防水、船燃、焦化等方向的需求；另一方面即使是道路沥青的需求也有养护需求等因素，但直观看今年新增的道路沥青建设需求的确不佳。

今年公路固定资产投资的体量按投资额算并不算低，但我们需要考虑今年大幅上涨的 PPI 因素，如果扣除 PPI 的同比增量后，进入二季度后公路固定资产投资有所减弱，虽然 8 月份的公路固投数据环比略有改善，但依然不及去年同期水平：

图 3.1.4： 全国公路固定资产投资季节性（亿元）



资料来源：万得 南华研究

图 3.1.5： 全国公路固定资产投资季节性（物价调整）（亿元）

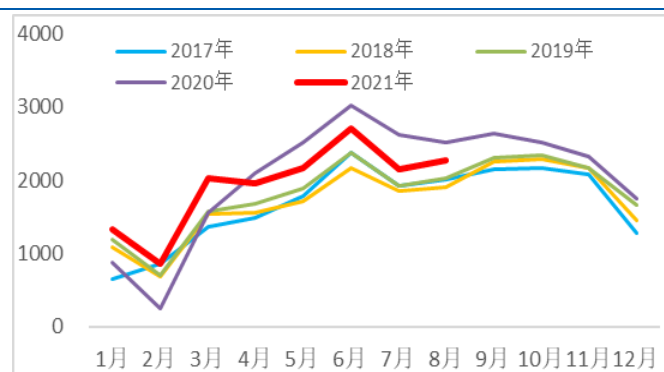


图 3.1.6: 全国公路固定资产投资累计（物价调整）（亿元）

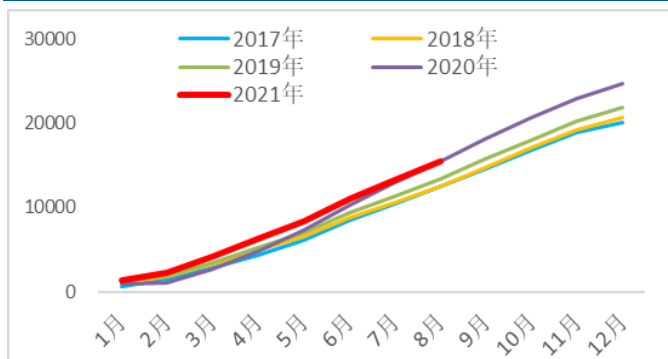
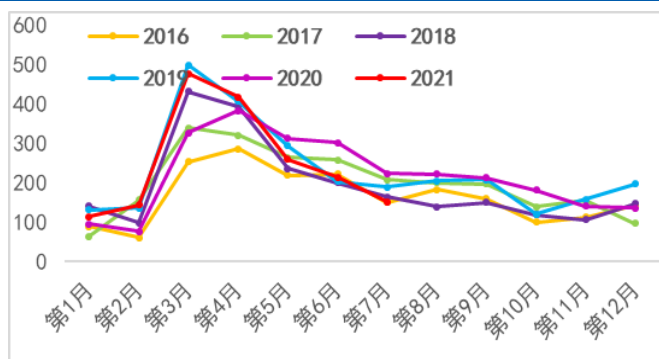


图 3.1.7: 国内沥青混凝土摊铺机月度销量（台）



资料来源：万得 南华研究

从我们跟踪的公路固定资产投资和沥青混凝土摊铺机的销售数据看，今年进入 5 月份也出现了后劲不足的迹象，一直到延续到了 7 月份。如果我们按照物价调整因素后的公路固定资产投资体量看，6、7 月份和去年同期的数值相比差距进一步扩大。而 8 月份受限于天气疫情等因素消费端亦没有出现爆发式增长，虽然较 7 月份环比有较大的提升，但依然比不上去年的同期水平。

从百川公布的沥青各个下游的消费数据看，今年 7 月份的道路沥青消费量和去年同期相比出现了较大的劈叉，导致今年 7 月份的沥青累库幅度较大，直到现在还库存压力较大的现状。虽然 7-8 月防水沥青的消费依然处于历史同期高位，但在今年总体房地产销售面积不及去年的情况下，未来防水沥青的消费力度增长空间也相对有限。

图 3.1.8: 道路沥青消费季节性（万吨）

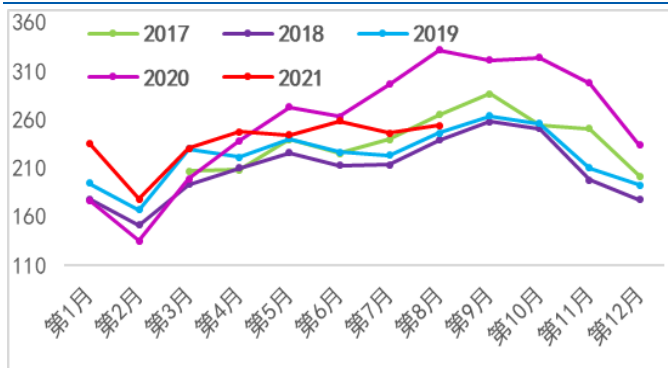
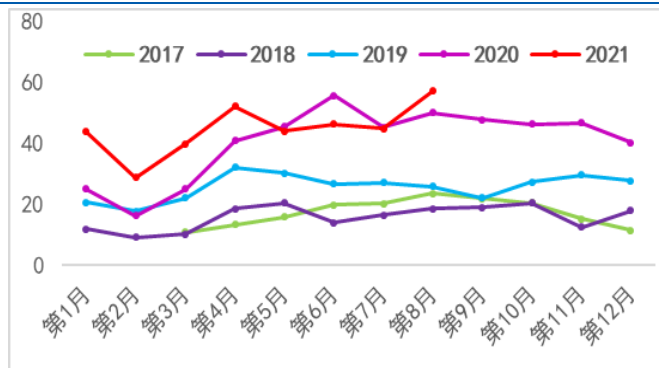


图 3.1.9: 防水沥青消费季节性（万吨）



资料来源：百川资讯 南华研究

图 3.1.10：房屋销售面积季节性（万平方米）

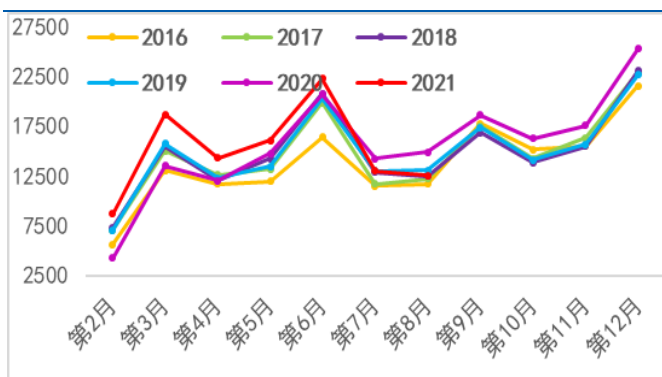
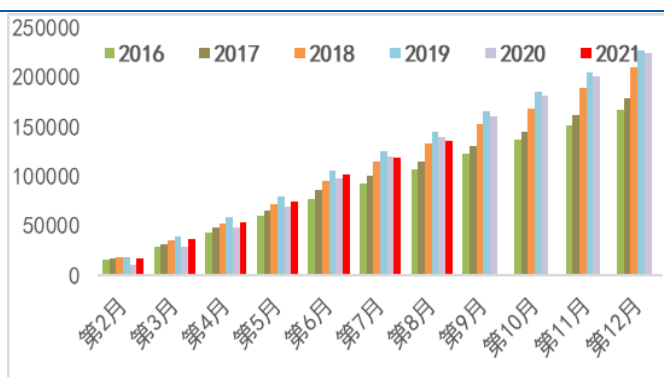


图 3.1.11：房屋开工面积季节性（万平方米）

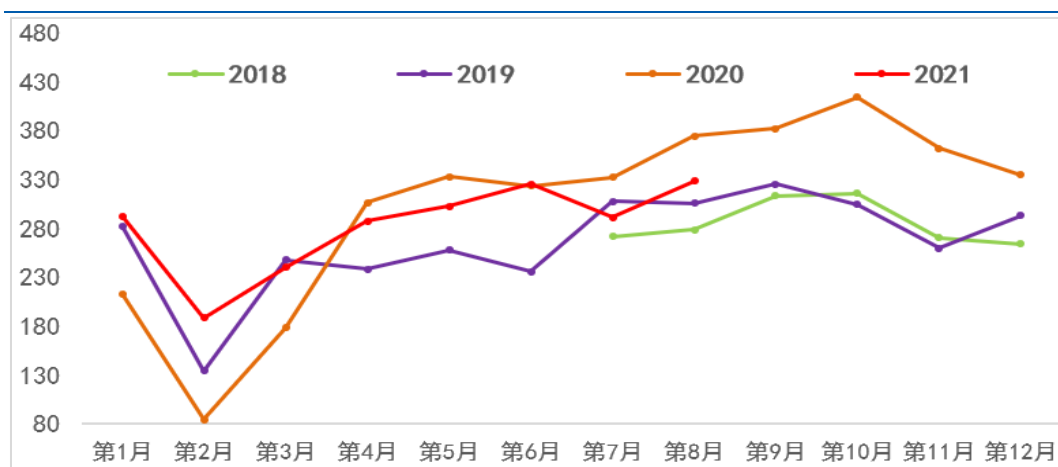


资料来源：万得 南华研究

2020 年的房屋新开工面积较 2019 年已经有所下降，而近期的房屋销售面积亦较去年同期有所降低，预示未来防水沥青的消费增长空间也相对有限。

展望四季度，大方向上，今年沥青总体下游消费不及去年是大概率事件，但可能比 2019 年水平要略高，但未来几个月沥青消费的环比量较 7-8 月份将继续呈现季节性增长的态势。节奏上或仅存小节奏回暖的机会，今年留给沥青需求的旺季时间已经不多。

图 3.1.12：沥青需求推算（万吨）



资料来源：百川资讯 南华研究

3.2. 供给侧收缩力度不及预期

在今年上半年，沥青供给侧的担忧反复发酵，主要来源于几个方面：1、国家加强了对部分地炼企业的税收管理监控，部分加工企业产量受到影响；2、部分油品进口消费税的加征影响了稀释沥青的进口；3、沥青裂解水平持续低位，炼厂积极性不佳，加之部分炼厂的安全生产事故等因素。因此最近 6-7 月炼厂产量持续处于低位，8-9 月的沥青排产计划亦只有 270 万吨左右的水平。

但在 8 月份的沥青真实产量公布后，供给侧收缩的预期被打了相当大的折扣：8 月

份的实际产量大幅高于排产计划逾 30 万吨——8 月排产计划 262.45 万吨，实际产量 292.84 万吨，主营炼厂、地炼全部都大幅提高了产量。其中中石化炼厂产量较排产计划增加了 9.9%，中石油炼厂产量较排产计划增加了 25.9%，地炼产量较排产计划增加了 6.7%。绝对体量看亦是中石油炼厂贡献了最大的产量增量。

表 3.2.1：8 月份炼厂排产计划比较真实产量（万吨）

炼厂归属	8 月排产计划	8 月真实产量	产量修正绝对值	产量修正相对值
中石化	78.4 万吨	86.1314 万吨	7.7314 万吨	9.9%
中石油	46.9 万吨	59.03 万吨	12.13 万吨	25.9%
中海油	15 万吨	17.3 万吨	2.3 万吨	15.33%
地炼	122.15 万吨	130.36 万吨	8.21 万吨	6.7%

从炼厂的产量占比看，自今年 6 月份以来，亦呈现出主营炼厂产量增加，地炼产量占比减产的格局。我们认为，依照我们最开始上面介绍的三个因素中，1/2 因素对地炼的影响较大，而目前来看主营炼厂的产量也并没有受到沥青低位裂解水平的影响，我们认为这是因为今年总体成品油加工利润较佳，而对于主营炼厂来说由于其炼厂产量导向中炼厂出率没有像地炼那么高，因此沥青裂解低位并没有对炼厂的综合加工利润产生大的影响，沥青的单产品亏损并不会影响到沥青的产量水平。

图 3.2.1：国内炼厂沥青周度产量按所属（吨）

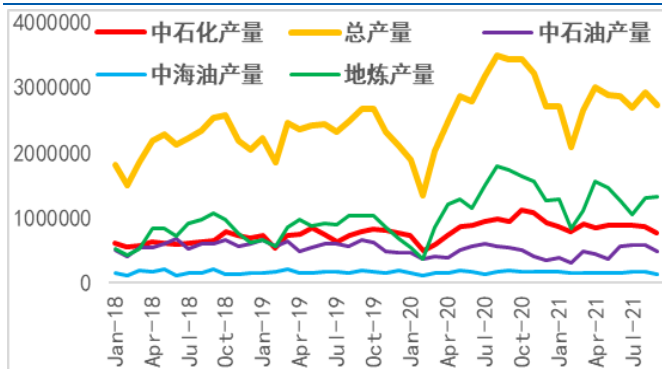
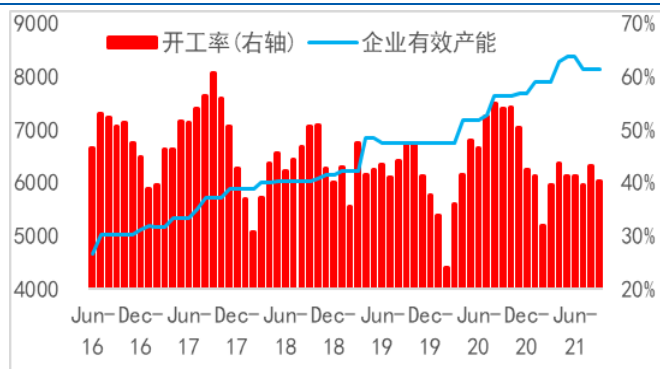


图 3.2.2：国内沥青产能（万吨）和开工率



资料来源：百川资讯 南华研究

图 3.2.3：沥青主力对布伦特原油裂解价差（美元/桶）

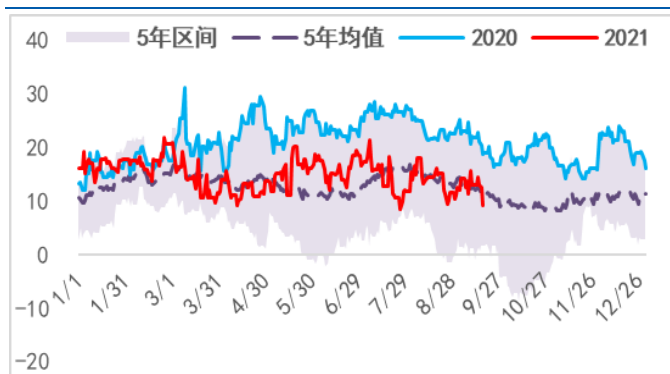
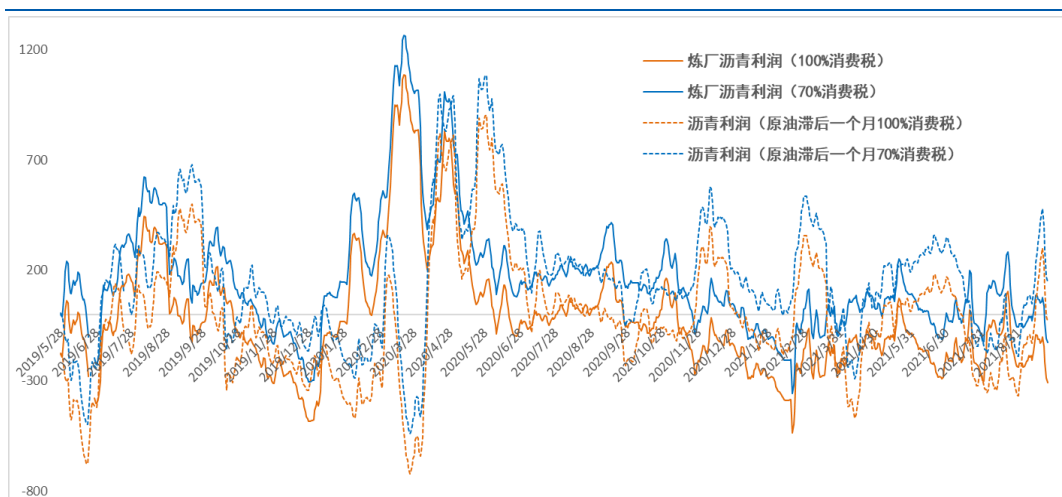


图 3.2.4：沥青主力对 SC 原油裂解价差（元/桶）



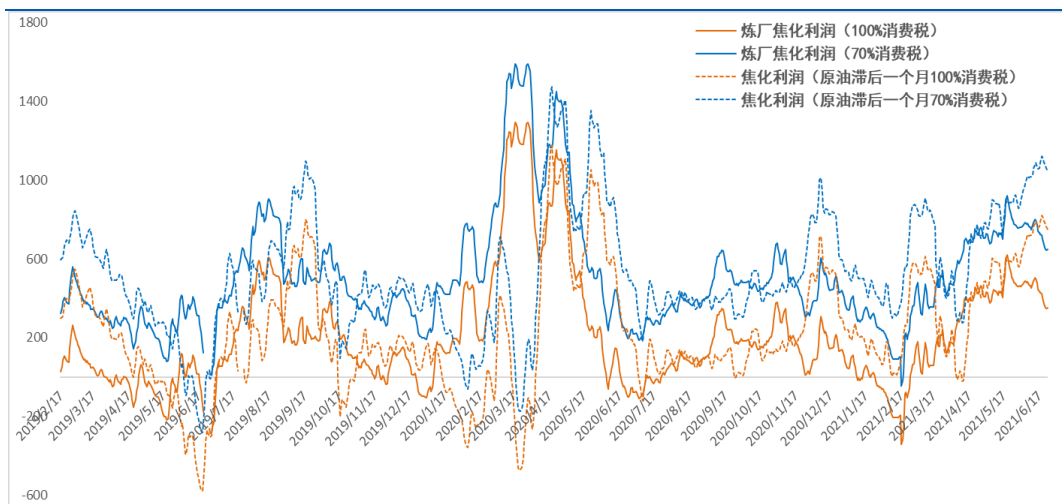
资料来源：万得 南华研究

图 3.2.5：我国地炼沥青方向综合加工利润（元/吨）



资料来源：钢联 万得 南华研究

图 3.2.6：我国地炼焦化方向综合加工利润（元/吨）



资料来源：钢联 万得 南华研究

从上述图表中可以得到以下几点信息：

- (1) 沥青裂解水平大幅下滑，但综合利润依然较佳，如果按照推前一个月的原油成本定价的话，目前综合加工利润大幅好转；
- (2) 受益于目前较佳的成品油销售，焦化利润依然大幅好于沥青方向，但焦化装置占比较低，也并不能大规模切换至焦化方向；
- (3) 上述高频加工利润测算是按照马瑞油为口径，沥青出率相对较高，拉低了炼厂综合加工利润水平，如果是主营炼厂，其进料原料更倾向于综合指标配置，如沙中、沙重、瓦斯科尼亚等，相比沥青收率更低，成品油收率更高，因此综合加工利润只会更加优于我们上述的综合利润高频数据。这也解释了在过去几个月主营炼厂的真实产量屡屡高于排产计划，占全国沥青产量份额不断提高的事实。

但总体而言，我们认为未来几个月的沥青产量增幅可能依然相对有限，一方面产量未来将逐渐进入季节性减产周期；另一方面即使当前沥青综合加工利润有所好转，但依然不足以驱动炼厂大幅提高开工率。根据百川公布的排产计划，9 月份的排产量为 273.8 万吨，排产量水平并不算高，我们预计也很难出现像 8 月份那样大幅超出排产计划很多的情况。根据我们跟踪的周度产量和开工率数据，9 月份产量已有拐头的迹象。

图 3.2.7：国内沥青炼厂周度产量（万吨）

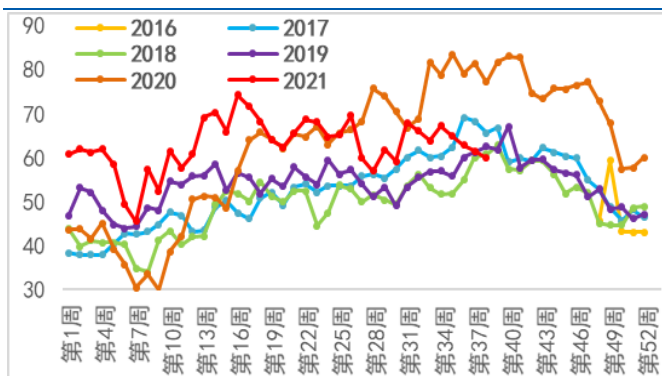
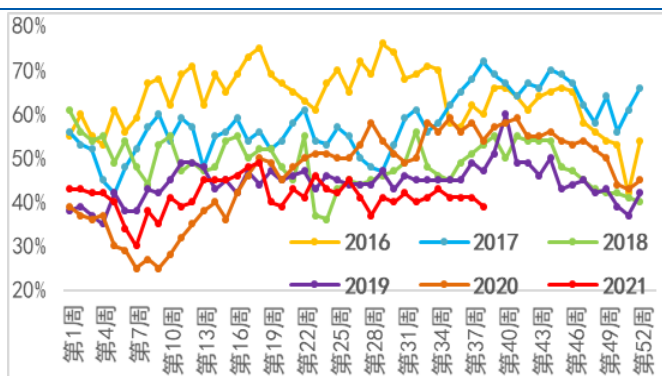


图 3.2.8：国内沥青炼厂周度开工率（%）

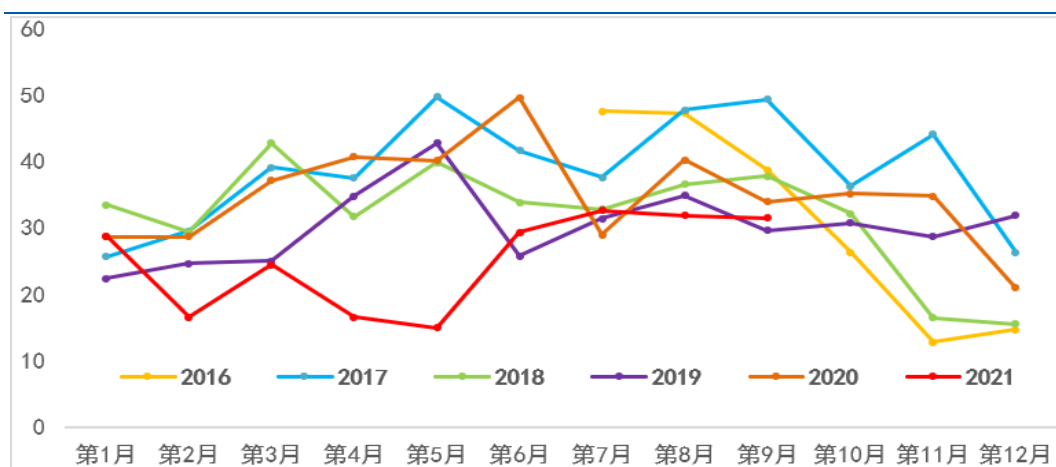


资料来源：百川资讯 南华研究

总体上，我们预估未来几个月（9、10、11、12 月）的沥青产量分别或在 285 万吨、287 万吨、260 万吨、230 万吨左右。国内沥青装置今年剩下几个月亦无大的产能投放计划。

沥青进出口方面，今年以来成品油加工利润较佳，限制了海外炼厂的沥青产出，进口量总体平稳偏低，增量有限：

图 3.2.9： 沥青净进口量季节性（万吨）

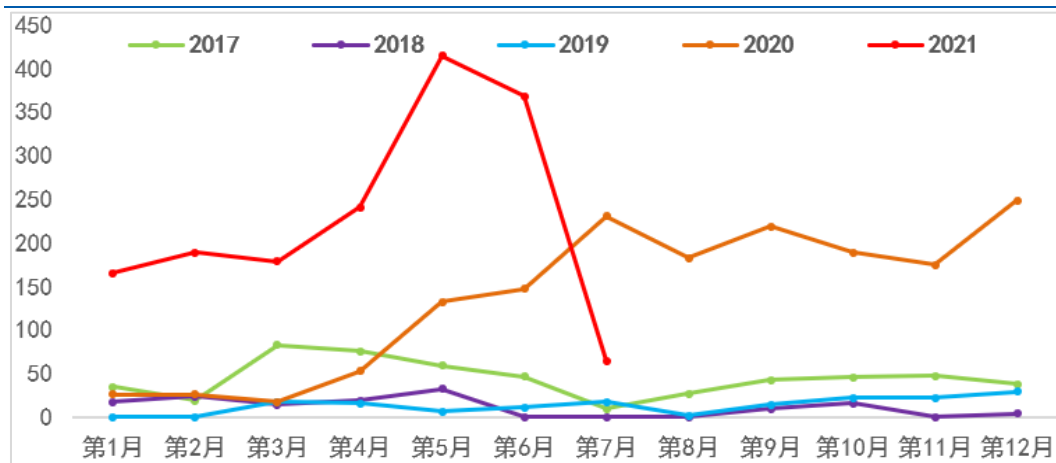


资料来源：百川 南华研究

3.3. 稀释沥青如预期去库，但速度不及预期

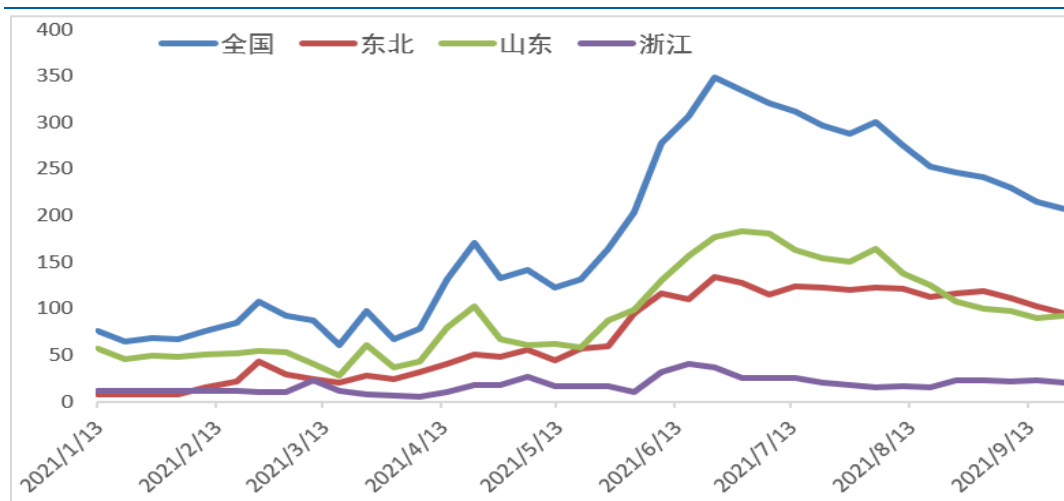
沥青的原料问题由来已久，从最开始的马瑞油断供的问题转向稀释沥青，而在稀释沥青大量进口后，稀释沥青消费税开始征收，稀释沥青的进口量开始出现断崖式下跌。但从目前稀释沥青的港口库存量走势来看，目前稀释沥青的原材料问题暂时无虞。

图 3.3.1： 我国稀释沥青月度进口量季节性（万吨）



资料来源：万得 海关 南华研究

图 3.3.2：我国稀释沥青港口库存量（万吨）



资料来源：隆众 南华研究

从稀释沥青目前的绝对库存量看，虽然进入 6 月份后一直处于一个去库的过程，但去库的速度总体不及我们最开始的预期（目前去库速度约为 50 万吨/月），山东港的稀释沥青库存在最近 3 个月约下滑 72 万吨，月均去库 24 万吨。

按照目前的库存水平看，随着四季度炼厂产量的下降，我们推算稀释沥青在今年年底之前供应应该没有太大问题。而且从目前的库存体量看并没有出现持续去库的情形，从最近一周的山东港口的稀释沥青库存看出现了小幅的反弹，说明目前稀释沥青的进口依然存在，只是总体进口成本有所增加（需要增收消费税）。

进口稀释沥青征税落地后，就进口稀释沥青消费税一项将增加大约 1270 元/吨的理论成本。目前国内对原油配额的管控也升级，未来炼厂交易原油配额的可行性降低，对于没有原油进口配额的地炼来说，未来原材料的压力肯定是存在的，如果考虑继续进口稀释沥青作为原料，即使考虑下游产品中成品油的消费税抵扣，对于沥青产品出率较大的炼厂来说，沥青综合成本也可能增加 500 元/吨以上，即使按照部分调研的结果认为炼厂有能力把成本增长边际增加 200-300 元/吨，对沥青成本价格的冲击也是存在的，按照之前我们的统计数据，没有原油进口配额的沥青产能可能达 1365 万吨，占沥青总产能的近 20%。但目前来看该部分因素的发酵时间可能在明年以后。

3.4. 进入季节性去库周期，幅度取决于需求端的爆发力度

综合来看，我们预估今年 9-10 月份依然会有较好的去库节奏，从沥青现货 9 月份以来的销售表现看，目前确有好转的迹象，库存方面厂库和社库双双走低。与此同时未来沥青产量又将季节性走低，进口方面供应相对稳定。如果按照当前 9 月份的排产计划看，我们预计 9 月份会有较大的去库力度，这样的趋势将延续至 10 月份，但这有一个前提是 9 月份的沥青产量不会再次像 8 月份般大幅超出排产计划，从最新的库存水平和 9 月份周度产量看，这样的概率并不大。未来沥青虽将环比去库，但总体库存

水平或依然高于去年同期水平。

图 3.4.1：国内沥青样本炼厂周度库存（万吨）

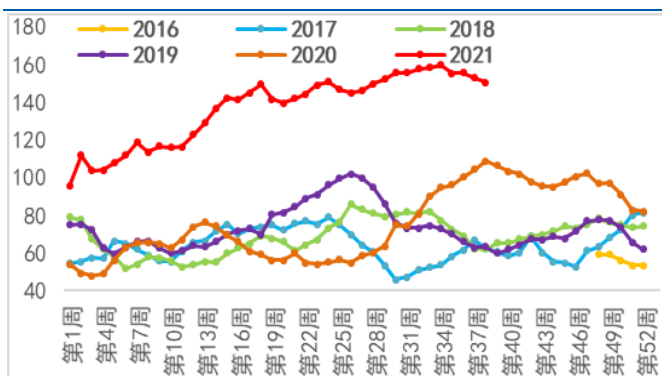
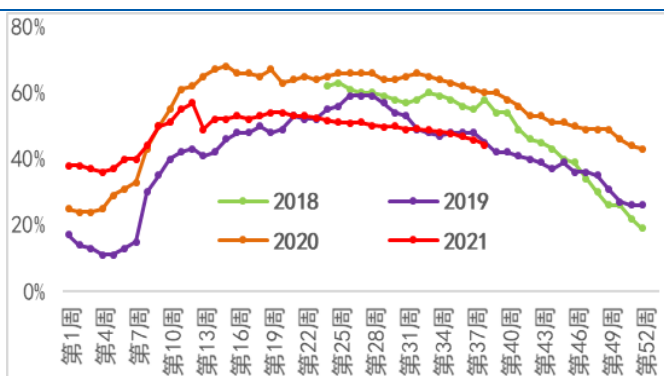
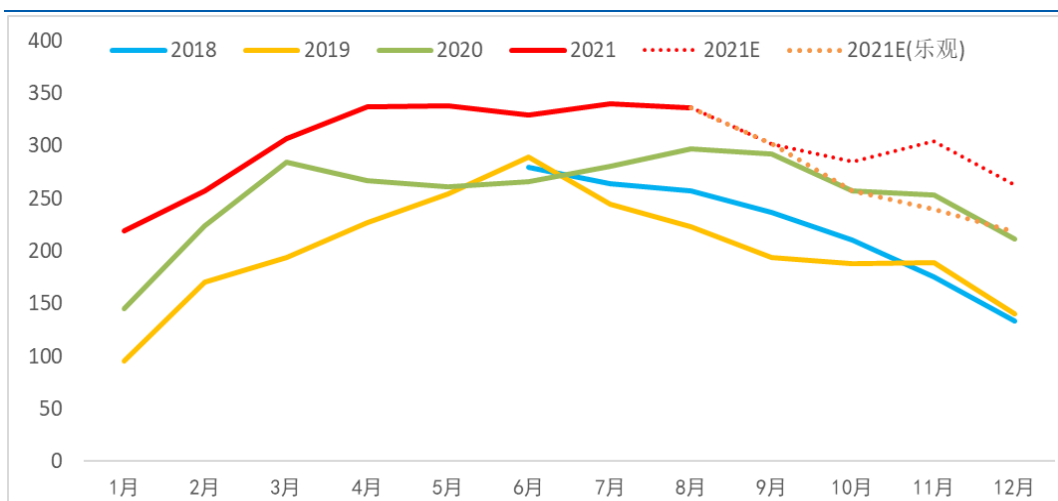


图 3.4.2：国内沥青社库季节性库存率（%）



资料来源：百川资讯 南华研究

图 3.4.3：沥青总库存量推导季节性（万吨）



资料来源：百川资讯 南华研究

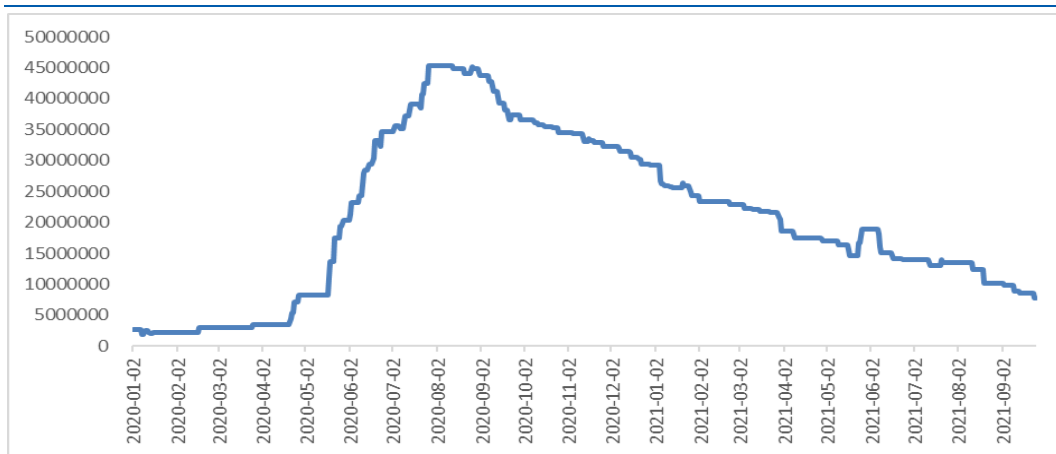
在上图中我们对未来的总体库存的判断有两条路径，核心变量在于未来几个月对需求端的预估水平。保守估计今年全年的沥青需求略微高于去年和前年的全年平均水平，乐观估计今年全年的沥青需求在去年和前年的全年平均水平上增加 3%左右的水平。可以预计未来去库的最大边际动力的所处时间在 10 月份，我们相对看好 10 月份的沥青的小节奏回暖机会，实时上我们在 9 月份的周度和日度报告中已经开始逐步提示沥青的低吸机会。

3.5. 沥青在油品系难有出挑表现

即便我们看好今年剩下两个月的沥青短期表现，但在整个油品大类资产中沥青要能走出独立的上涨行情概率依然较低，需要在需求端报复式增量的配合（参考在上一节中的乐观情形），否则沥青很难能走出强于燃料油或原油的表现。特别是国内 SC 原油，近期随着仓单去库注销，近期表现开始走强于外盘原油，以 SC 作为对冲标的去做

多沥青裂解的风险就相对较大。

图 3.5.1：国内原油 SC 仓单量（桶）



资料来源：万得 南华研究

图 3.5.2：新加坡燃料油库存季节性（万桶）

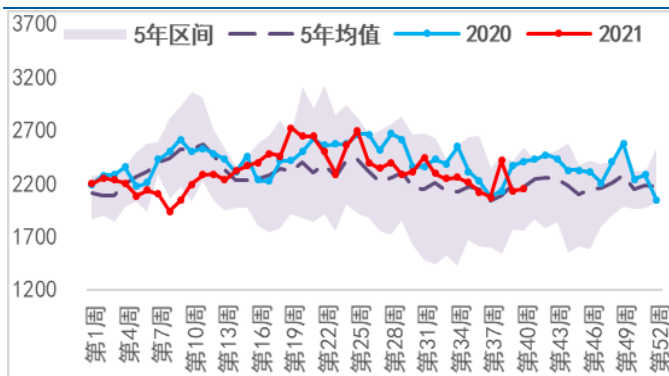
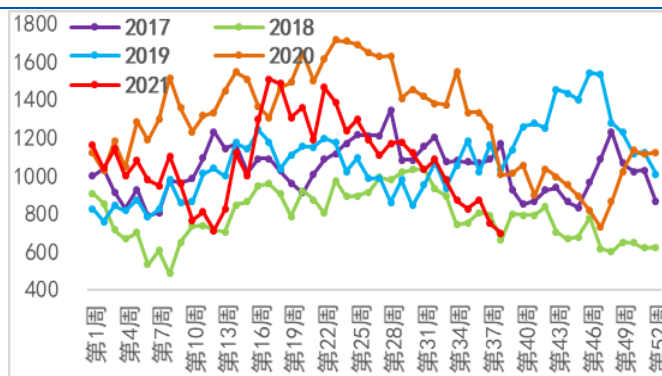
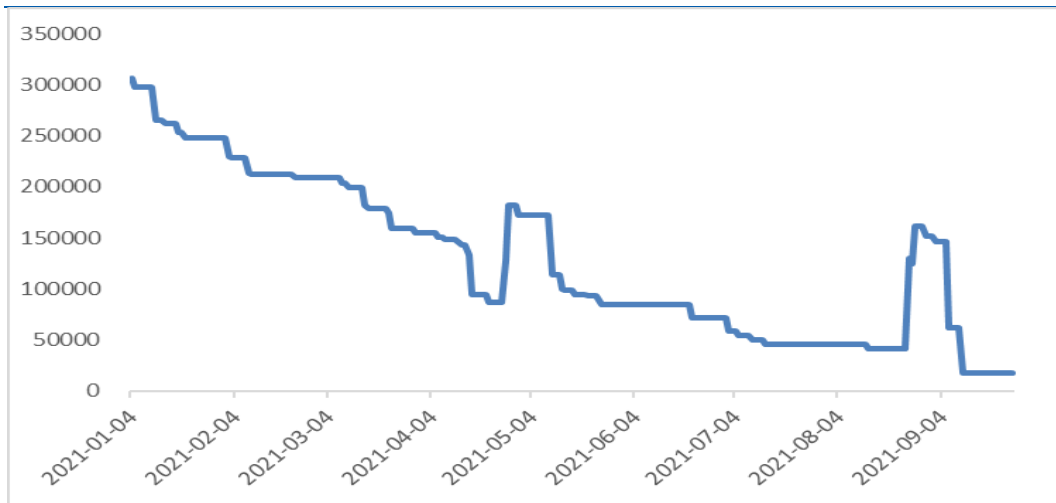


图 3.5.3：富查伊拉燃料油库存季节性（万桶）



资料来源：彭博 南华研究

图 3.5.4：国内FU 仓单量（吨）



资料来源：万得 南华研究

燃料油方面，目前全球紧张的能源需求催生了高硫燃料油额外的发电增量，在冬季之前很难有缓解的迹象，因此未来几个月也很难将燃料油作为一个空头配置。

第4章 逻辑总结和策略推荐

- (1) 未来两个月沥青供需结构存在好转的可能，但正常情况下今年的库存依然会高于去年同期水平，导致沥青很难走出独立的上涨行情，除非需求端在 10 月份以后能有超预期的表现；
- (2) 供给侧目前来看年底之前稀释沥青的原料问题并不构成扰动因素，可能发酵的时间点在明年 1 月以后，预计至少提升沥青成本 300 元/吨以上，除非炼厂找到了其他的原材料替代途径；
- (3) 成本端原油四季度依然易涨难跌，加之目前沥青裂解和加工利润处于低位，沥青单边价格回调幅度有限；
- (4) 油品系中沥青或依然弱于燃料油和 SC 原油，裂解或对冲多头策略暂时不太适合沥青，我们曾经在往期周报中提示逢低单边短线试多的尝试，目前来看可以继续持有，未入场的可以考虑等待原油回调后择机介入，下方 3000 元/吨附近将有较强的支撑。

风险提示：

沥青需求不及预期，原油价格大幅调整。

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，如与南华期货股份有限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股份有限公司的立场，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股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，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“南华期货股份有限公司”，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



南华期货营业网点