



2021年6月21日

## 多重因素共振，沥青上方可期

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

汤剑林

从业资格编号 F3074960

[tangjianlin@jinxinqh.com](mailto:tangjianlin@jinxinqh.com)

### 内容提要

1. 上半年沥青期货价格经历冲高回落后再度冲高的过程，成本端带动叠加政策影响对于沥青价格支撑明显，但高库存及需求淡季对于沥青价格存在明显压制，导致沥青价格涨幅不及原油。

2. 供应端：下半年随着沥青消费旺季及成本端对于沥青价格的带动，预计沥青利润有所修复，前期转产焦化料的装置存在转产沥青可能，预计沥青产量有所回升。但由于国内6月12日开始对稀释沥青征收消费税，下半年需要关注由于生产成本抬升导致的部分产能的停产。

3. 需求端：从上半年国内交通固定资产投资数据来看，今年投资额同比仍处于上涨趋势，另外今年部分省份的交通投资计划仍表现乐观，这将带动沥青需求的上涨；另外从沥青自身情况来看，随着国内梅雨季结束，沥青需求端也将迎来季节性旺季，因此下半年沥青需求将迎来良好表现。

4. 成本端：根据 EIA 和 OPEC 月报对于全球原油供需数据的预测，全球原油下半年将维持紧平衡状态，随着海外经济活动完全重启，原油需求将继续上行；而国内6月12日开始对进口稀释沥青征收消费税，也将抬升沥青的生产成本，成本端提升将带动沥青价格上涨。

### 操作建议

综合来看，下半年随着沥青消费旺季的带来叠加成本端的支撑，沥青存在继续冲高的动能，操作上建议回调入场多单，参考区间 3050-3700。

### 风险提示

海内外疫情再次爆发；伊朗增幅幅度超预期；沥青旺季不旺

## 一、行情回顾

2021 年上半年沥青价格呈现大幅上涨后宽幅震荡走势，具体可以划分为三个阶段：

第一阶段：1-3 月初，美原油价格受全球需求恢复及美国寒潮影响大幅上涨，沥青受成本端推升作用下持续上涨，春节后更是出现持续暴涨的情况。

第二阶段：三月初至四月底期间，作为全球第三大原油消费国的印度新冠疫情再度爆发引起原油需求担忧，叠加美伊核谈判开始被市场关注，原油价格回落，沥青由于需求淡季及成本下移带动大幅回落。

第三阶段：五月初至今，需求带动作用下原油价格继续上涨，而国内要开始对稀释沥青征收消费税，双重刺激下沥青在此上涨，但需求端处于淡季与旺季的过度期，且高库存压力压制价格，沥青价格冲高后宽幅震荡。

图 1：沥青期货价格指数



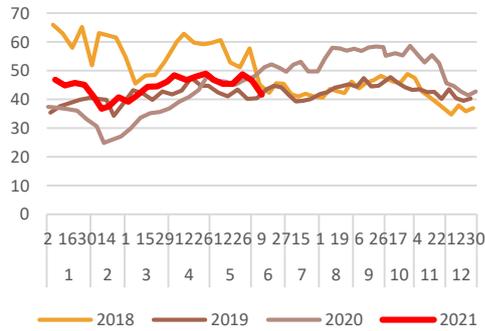
数据来源：博易大师，金信期货研究院

## 二、供应：利润低位库存高企，供应压力仍大

### 2.1 关注国内利润装置利润变化

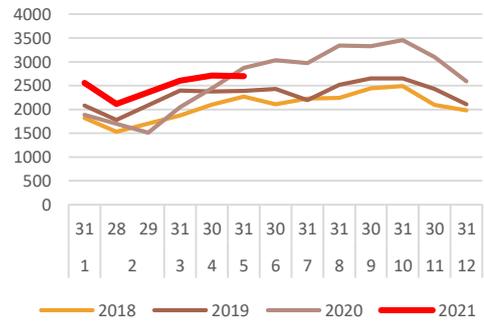
2021 年 1-4 月，国内沥青产量合计 999.67 万吨，相对 2020 年同比增长 26.6%。上半年，国内沥青综合开工率先减后增，年初原油价格持续上涨，但国内沥青消费淡季背景下，炼厂沥青的生产利润持续走低导致开工率跟随回落，但 2 月底以后随着原油继续反弹带动沥青价格回升，沥青利润回暖影响下沥青开工率小幅提升。

图2 中国沥青周度开工率（%）



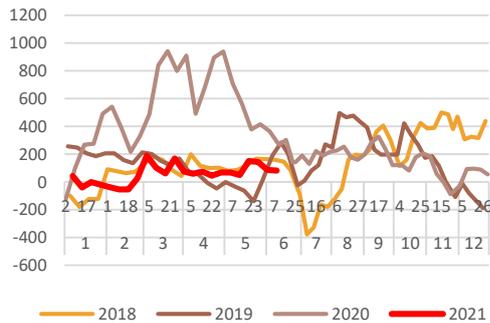
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图3 中国沥青月度产量（千吨）



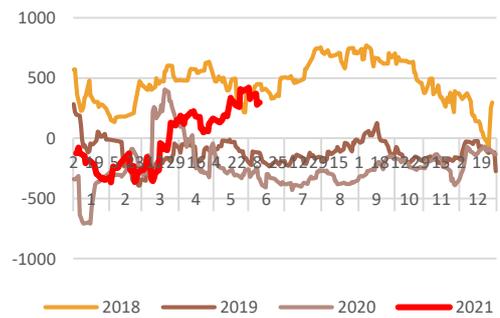
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图4 中国沥青周度毛利（元/吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

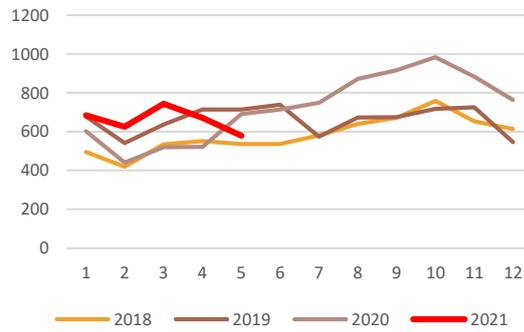
图5 焦化利润（元/吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

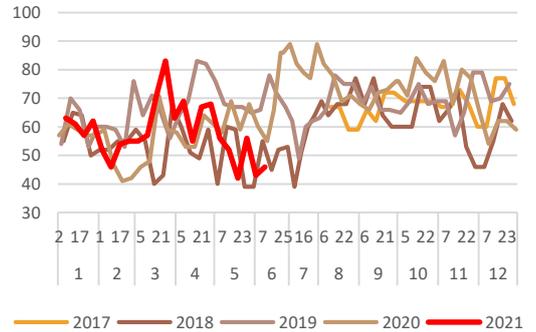
从沥青产量分布来看，一季度国内沥青装置开工率均呈现回调的局面，主要由于沥青利润转负叠加春节假期影响，内地沥青装置多有检修或转产，但二季度以来随着沥青利润有所修复，山东沥青装置开工率明显上行，但东北、华南和华东开工维持低位；产量方面，华东和华南由于淡季影响产量始终维持低位，而东北地区二季度产量相对一季度明显提升，后续沥青产量及开工变化仍需关注沥青利润及沥青刚需恢复情况。

图6 华东沥青月度产量（千吨）



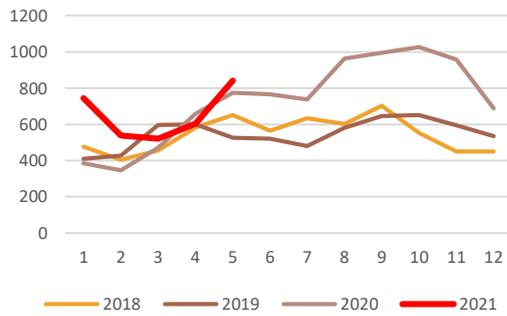
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图7 华东沥青周度开工负荷率（%）



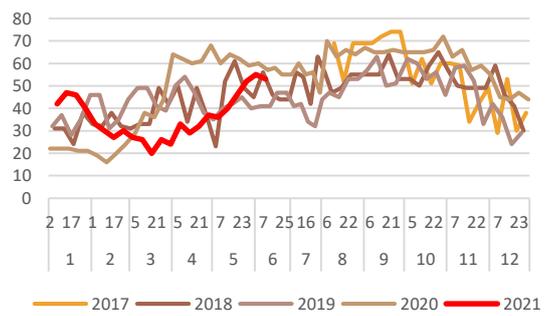
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图8 山东地区沥青月度产量（千吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

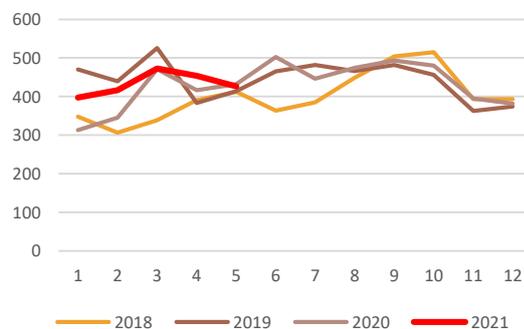
图9 山东沥青开工率（%）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

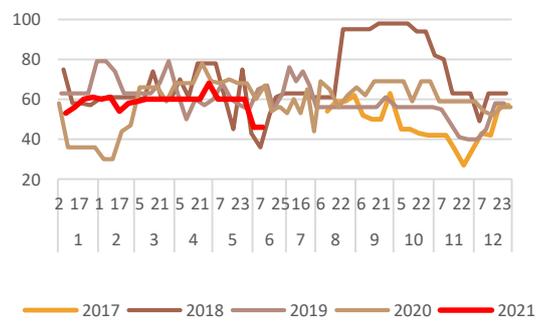
SS

图10 东北沥青月度产量（千吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图11 东北周度沥青开工率（%）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 12 华南沥青月度产量（千吨）

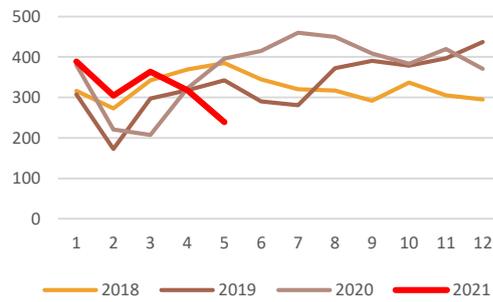
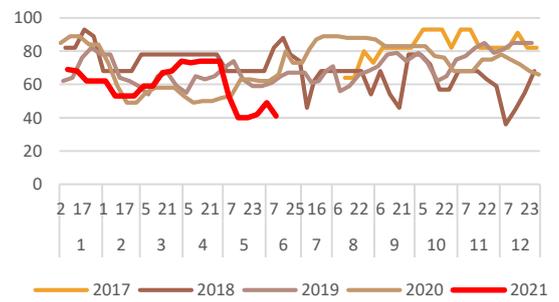


图 13 华南沥青开工率（%）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

数据来源：卓创资讯，优财研究院

另外，前期由于沥青利润转负国内多有沥青装置检修或转产，装置动态如表 1 所示，后半年装置动态仍需关注沥青需求及利润的变化。（注：标红装置后续仍需关注）

**表 1 国内沥青装置动态**

炼厂	归属	产能	装置动态	停产时间	复产时间	沥青损失量
美汇特	地炼	85 万吨	产渣油	5 月 19 日开工生产渣油	未定	30274 吨
金诺石化	地炼	60 万吨	停工	5 月 5 日停产	未定	44384 吨
金承石化	地炼	60 万吨	停工	5 月 10 日停产	未定	36164 吨
辽宁石化	地炼	60 万吨	检修	5 月 29 日开始检修	未定	4932 吨
益久石化	地炼	90 万吨	检修	5 月 28 日开始检修	未定	9863 吨
海德新	地炼	60 万吨	产渣油	3 月 17 日转产渣油	未定	50959 吨
东明石化	地炼	120 万吨	产渣油	4 月 7 日转产渣油	未定	101918 吨
海右石化	地炼	190 万吨	停产	1 月 24 日停产	预计 6 月初复产	161370 吨
金诚石化	地炼	90 万吨	检修	4 月 9 日开始检修	未定	76438 吨
科力达	地炼	210 万吨	检修	3 月 23 日开始检修	5 月 10 日复产沥青	51781 吨
齐鲁石化	中石化	120 万吨	产沥青	5 月 10 日转产渣油	5 月 19 日转产沥青	59589 吨
扬子石化	中石化	120 万吨	产渣油	4 月 26 日转产渣油	5 月 1 日复产沥青	0
扬子石化	中石化	120 万吨	产沥青	5 月 13 日转产渣油	5 月 18 日转产沥青	16438 吨
中油温州	中石油	70 万吨	产沥青	4 月 30 日开始检修	5 月 17 日转产沥青	30685 吨
中油兴能	中石油	70 万吨	停产	20 年 11 月 29 日停产	未定	59452 吨

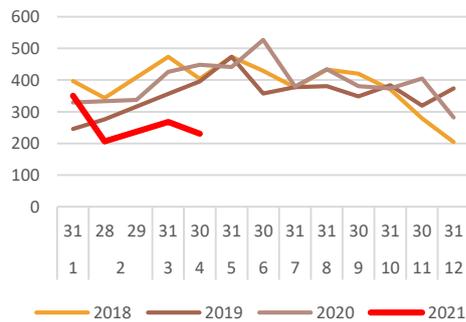
宁波科元	地炼	100万吨	检修	4月28日开始检修	未定	84932吨
金海宏业	地炼	80万吨	停产	20年11月30日停产	未定	67945吨
阿尔法	地炼	80万吨	产沥青	5月6日开始检修	5月25日复产	41644吨
中海湛江	中海油	40万吨	产渣油	3月1日停产产沥青	未定	33972吨
珠海华峰	地炼	60万吨	停工	4月底停工	未定	50959吨

数据来源：卓创资讯，优财研究院

## 2.2 进口利润压缩导致进口明显缩量

1-4月，国内沥青进口量105.60万吨，相对2020年同期的154.13万吨下降48.53万吨，降幅45.96%，由于进口利润压缩及国内产能释放影响，进口量大幅缩减。从进口价格来看，上半年韩国和新加坡沥青价格呈现持续上行走势，叠加国内沥青价格萎靡，进口利润持续压缩导致进口窗口关闭。下半年仍需关注海内外价差变化。

图 14 国内沥青进口量（万吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 15 韩国-华东沥青价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 16 新加坡-华东沥青价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 17 泰国-华东沥青价格（元/吨）

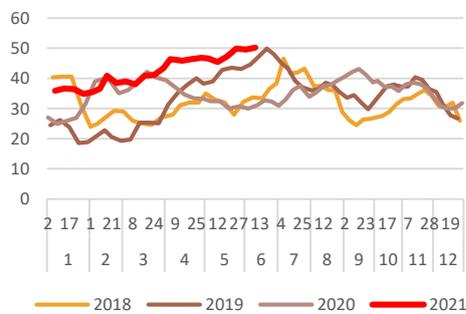


数据来源：卓创资讯，优财研究院

### 2.3 库存高位仍是压制价格的主要因素

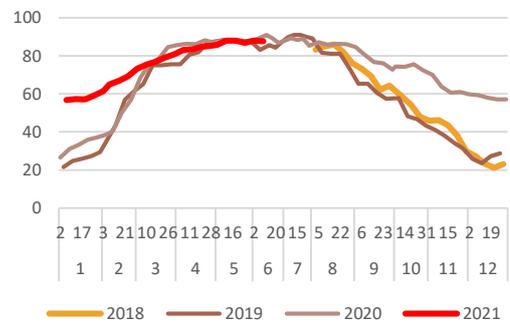
2020年由于成本端原油价格的大幅下跌，沥青利润大幅增加，在此背景下炼厂加大生产，而由于疫情影响下需求明显不及供应增长，导致库存持续高位，而上半年沥青需求正处于季节性淡季，库存高位难排。当前正处于淡季转旺季的过度阶段，北方需求逐渐恢复，而南方由于雨季影响需求滞后于北方，但雨季过后或迎来需求爆发，预计三季度初库存才可能出现拐点，关注需求端的变化。

图 18 国内沥青库容率 (%)



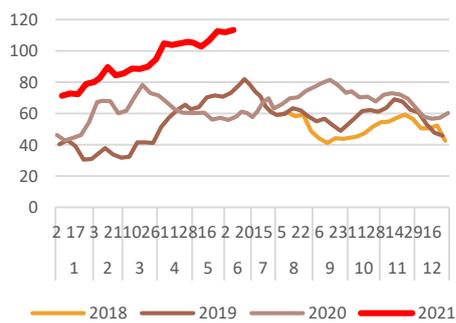
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 19 国内沥青社会库存 (万吨)



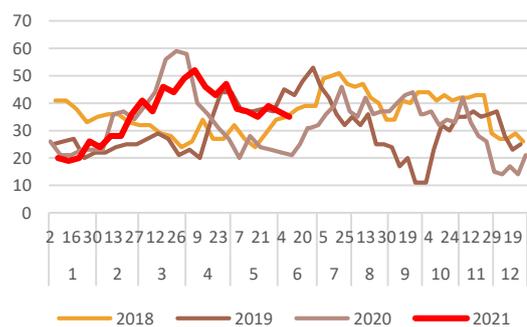
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 20 国内沥青厂库库存 (万吨)



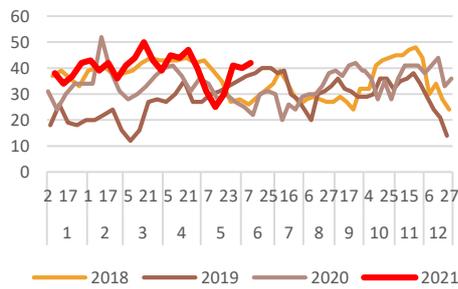
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 21 华东沥青库容率 (%)



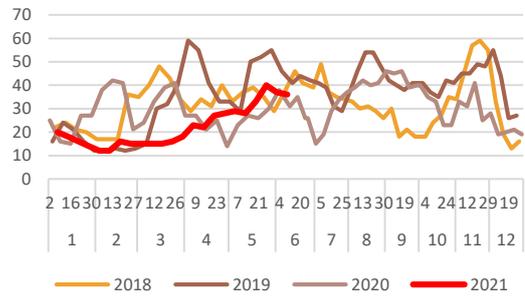
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 22 华南沥青库容率 (%)



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 23 华北沥青库容率 (%)



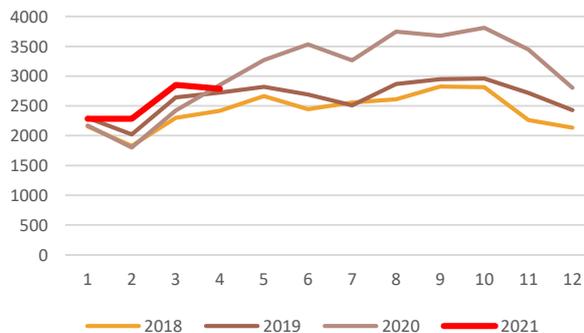
数据来源：卓创资讯，优财研究院

### 三、需求：同比转好，旺季即将到来

#### 3.1 表观消费同比回升

上半年由于季节性淡季影响，沥青刚性需求偏淡，但随着国内气温回升，三月底开始国内南方部分地区工路项目逐渐启动，而近期南方雨季对于需求端有所压制，4月表观需求明显回落，但下半年来看，随着南方雨季影响消退，南方工路建设将持续启动。

图 24 国内沥青表观消费量 (千吨)



数据来源：卓创资讯，优财研究院

#### 3.2 工路建设投资大幅增加

今年作为“十四五”规划开局之年，规划中明确提出“加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化”，这直接体现了对于沥青公路建设的需求。根据5月12日，交通运输部官网发布的《2021年交通运输行业发张统计公报》中表示，截至2021年末，全国铁路营业里程达到13.9万公里，较上年末

增加 0.8 万公里，其中高速铁路营业里程增加 0.6 万公里。全国公路总里程 501.25 万公里、增加 16.60 万公里，其中高速公路里程增加 0.7 万公里。新增 3 个民用航空运输机场、4 个定期航班通航城市。

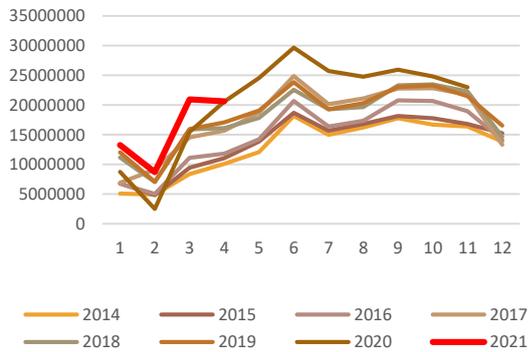
表 2 部分省份 2021 年交通投资计划

省份	交通投资额
云南	综合交通投资 3500 亿元
浙江	交通建设投资 3300 亿元
山东	综合交通建设投资 2405 亿元
广西	交通固定资产投资 2200 亿元，其中公路 1810 亿元
江苏	交通基础设施建设投资 1703 亿元
四川	公路水路建设投资 1700 亿元，其中高速公路 1000 亿元
河北	交通运输基础设施固定资产投资 1080 亿元
河南	公路水路基础设施投资 1000 亿元，高速公路建设投资 800 亿元
湖北	公路水路固定资产投资 1000 亿元
福建	公路水路投资 1000 亿元
甘肃	完成交通运输固定资产投资 980 亿元
重庆	交通投资 920 亿元
江西	交通基础设施固定资产投资 850 亿元
湖南	交通投资 808 亿元
贵州	公路水运固定资产投资 800 亿元
安徽	交通基础设施建设投资 750 亿元以上
黑龙江	交通运输投资约 600 亿元
新疆	交通运输固定资产投资 580 亿至 600 亿元
陕西	公路水路交通投资 400 亿元以上
内蒙古	公路水路交通运输固定资产投资 400 亿元以上
吉林	交通固定资产投资 298 亿元，高速公路建设计划投资 226 亿元
西藏	交通运输固定资产投资 200.85 亿元
宁夏	公路水路固定资产投资 130 亿元以上

数据来源：各省交通运输部网站

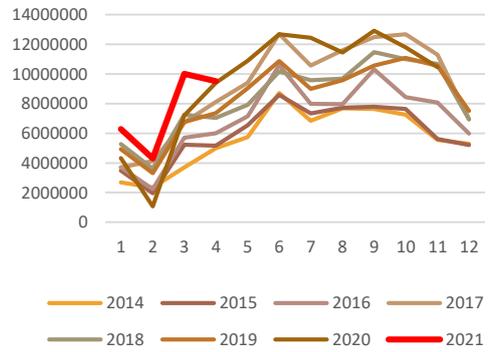
从上半年国内交通固定资产投资数据来看，截至 4 月底，国内交通固定资产投资 6355.46 亿元，同比增长 1625.79 亿元，涨幅 34.37%，主要由于同比基数较低。从沥青混凝土摊铺机销量数据来看，截至 4 月底国内沥青混凝土摊铺机累计销量 1149 台，远高于去年同期 879 台，从这个角度来看今年公路建设投资情况乐观。

图 25 全国交通固定资产投资额（亿）



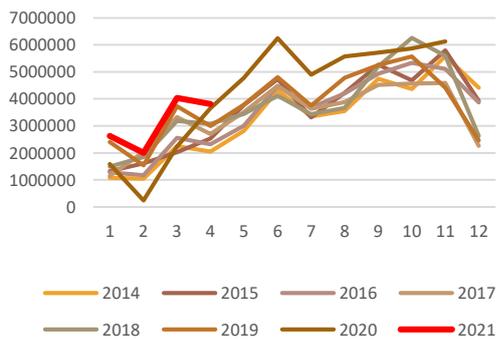
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 26 西部地区交通固定资产投资额（亿）



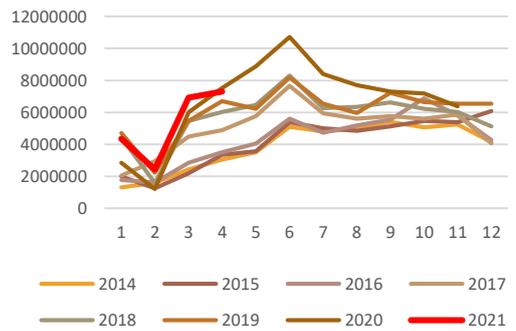
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 27 中部地区交通固定资产投资额（亿）



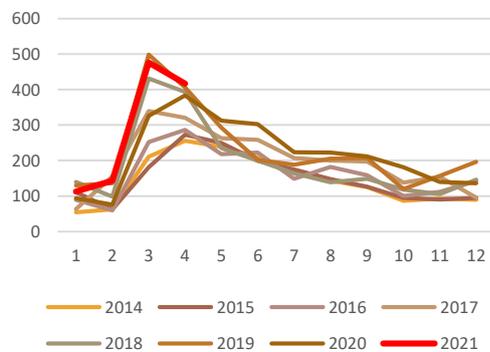
数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 28 东部地区交通固定资产投资额（亿）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 29 沥青混凝土摊铺机销量（台）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

## 四、成本端：原油维持强势运行

### 4.1 供应回升但仍可控

根据 EIA6 月报预测，2021Q3 全球原油供应 9908 万桶/日，Q3 需求预计 98.96 百万桶/日，三季度预计累库 1.2 百万桶/日，但随着欧洲逐步解封及印度疫情可控，四季度预计全球原油供应 100.10 百万桶/日，而需求将增加至 100.27 百万桶/日，四季度将降库 1.7 百万桶/日。三季度或相对悲观，但四季度将再度去库。

OPEC 方面，6 月初 OPEC+会议中 OPEC+对于全球原油需求反弹看法仍较乐观，会议宣布 OPEC+维持 7 月增产计划不变，继续推进日增产 84.1 万桶的计划，且沙特阿拉伯大臣称“需求明显有改善的迹象”，这表明了 OPEC+认为增产仍能够维持当前原油市场平衡状态。根据 OPEC5 月报对于全球原油预测数据来看，预计 2021Q3 全球原油维持 1.86 百万桶/日的去库幅度，而 2021Q4 全球原油去库幅度达到 2.1 百万桶/日。

伊朗方面，伊核问题谈判自今年 4 月份开始，目前已经进入第五轮，若伊朗原油重回市场，对于全球油市供应会有影响但影响或可控。据 OPEC5 月报数据，2021 年 3 月和 4 月伊朗产量小幅增加至 2.3 百万桶/日，假设伊朗三四季度将其产量恢复至制裁前水平，即乐观预计三四季度恢复之 4 百万桶/日，对应三四季度全球原油将增加 1.6 百万桶/日的原油供应，对应 OPEC 月报中三四季度的去库幅度，或仍不能缓解原油紧平衡的状态。

### 4.2 下半年需求回升仍是主驱动

随着海外主要经济体新冠肺炎疫苗注射工作的推进，海外新冠疫苗接种率二季度出现快速增长，单日新增人数也控制在较低水平，截至 6 月 14 日，美国每百人新冠疫苗接种量 93.26，英国每百人新冠疫苗接种量 106.12，法国每百人新冠疫苗接种量 65.57，德国每百人新冠疫苗接种量 73.32，数据仍在持续回升，新冠肺炎对于全球经济的影响正在逐渐消退，上半年相关国家经济活动指数也出现明显回升。

图 30 海外主要经济体新冠单日新增人数



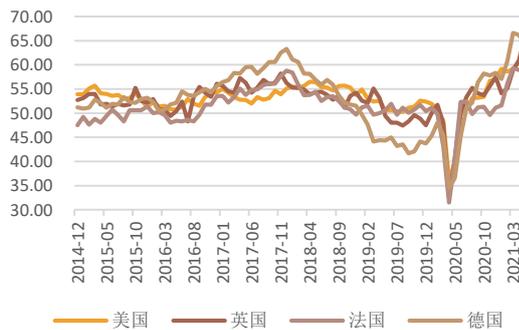
数据来源: wind, 优财研究院

图 31 海外主要经济体每百人疫苗接种量



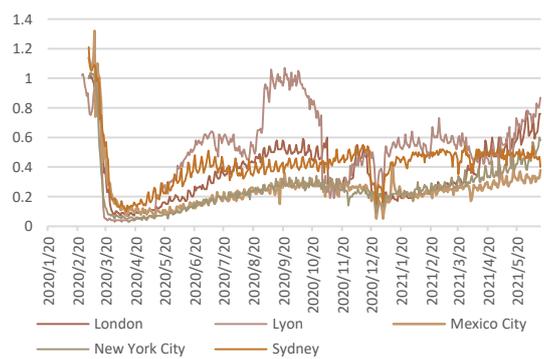
数据来源: wind, 优财研究院

图 32 主要经济体制造业 PMI 指数



数据来源: wind, 优财研究院

图 33 海外部分城市 citymapper 指数



数据来源: wind, 优财研究院

从近期美国原油数据来看，美国炼厂开工率自 3 月中旬以来持续上升，美国原油库存也出现连续去库的情况。而三季度处在传统出行旺季，美国原油需求将进一步增加，对于原油价格存在明显支撑。

图 34 EIA 美国炼厂开工率 (%)

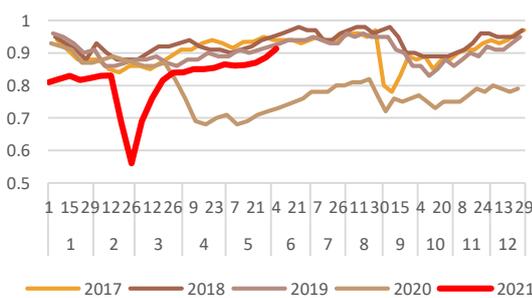
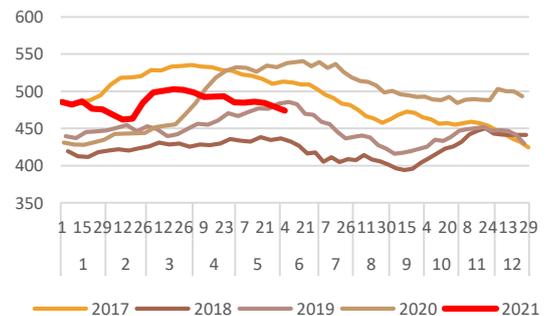


图 35 美国原油库存 (万桶)



数据来源：卓创资讯，优财研究院

数据来源：卓创资讯，优财研究院

图 36 美国汽油库存（万桶）

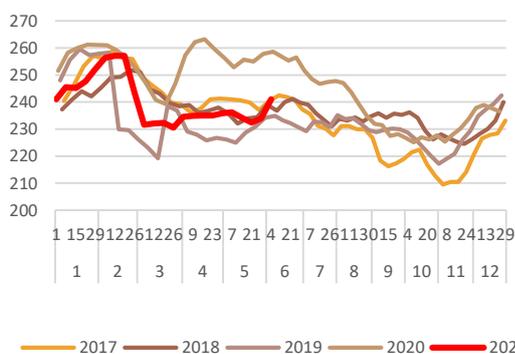
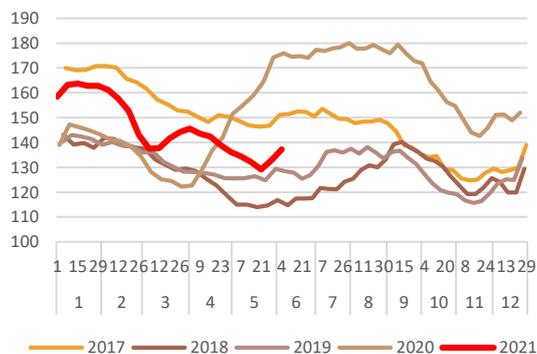


图 37 美国馏分油库存（万桶）



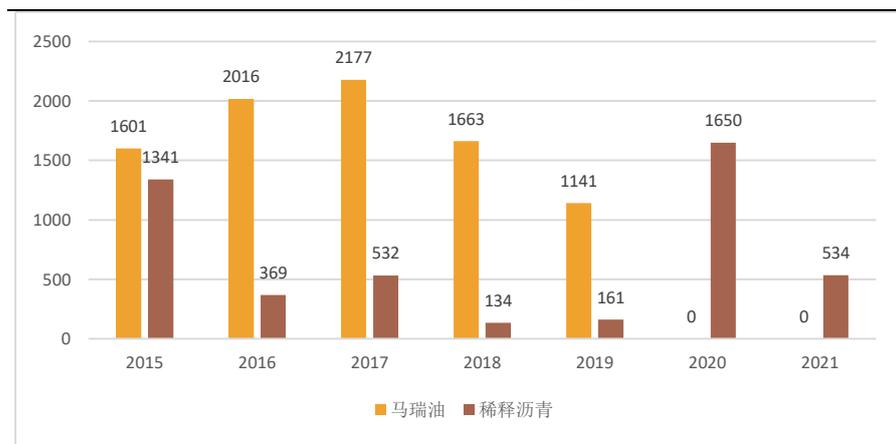
数据来源：卓创资讯，优财研究院

数据来源：卓创资讯，优财研究院

### 4.3 消费税提高国内沥青成本

5月中旬，财政部、海关总署、税务总局发布公告，自2021年6月12日起，对稀释沥青按1.2元/升的单位税额征收进口环节消费税。稀释沥青是国内部分地炼生产沥青的主要原料，在美国对委内瑞拉加大制裁后，国内马瑞油进口大幅缩减，但部分马瑞油以稀释沥青的名义通过马来西亚出口至中国，导致了稀释沥青进口量在2020年出现大幅增长，2020年国内稀释沥青进口量1650万吨，稀释沥青进口量相对19年上涨1489万吨。

图 38 马瑞油和稀释沥青进口量（万吨）



数据来源：卓创资讯，优财研究院

在政策实施前，国内进口稀释沥青仅需缴纳 13%的增值税且不需要进口配额，同时我国稀释沥青进口来源地主要集中在马来西亚、新加坡等东盟自贸区，进口稀释沥青可享受免税政策，因此相较于进口原油来说，进口稀释沥青有明显的优势。而消费税政策实施后，炼厂进口稀释沥青来生产沥青或导致成本抬升幅度达到 200 元/吨，稀释沥青作为沥青原料的高性价比不在了，炼厂更可能转向使用其他替代原料，如冷湖、卡斯蒂拉等重质原油，但地炼原油配额有限，稀释沥青消费税政策实施后将增加地炼对原油配额的需求，进而会抬升原油进口配额成本，目前配额成本大概在 250 元/吨，这也会抬升沥青的生产成本。

## 五、平衡表预估

	2020/11	2020/12	2021/01	2021/02	2021/03	2021/04	2021/05E	2021/06E	2021/07E	2021/08E	2021/09E	2021/10E	2021/11E	2021/12E
总产量	309	259	255	211	260	271	270	290	310	315	330	335	306	294
进口量	40	28	35	21	27	23	22	24	23	24	26	27	24	23
出口量	6	7	6	4	2	7	5	5	6	7	5	6	6	7
总消费	333	293	264	220	263	271	290	310	318	331	355	360	318	300
库存差	+10	-13	+20	+16	+22	+16	-3	-1	+9	+1	-4	-4	+18	+10

下半年由于随着沥青消费旺季到来对于沥青价格带动，沥青利润有所好转，前期转产焦化料的装置存在转产沥青的可能，因此对于下半年国内沥青产量预估将逐渐增加，而需求端在旺季带动下或迎来爆发，随着南方雨季过去道路施工工作开展，需求也将持续好转，预估在 9、10 月份迎来需求高峰期。

## 六、下半年行情展望

下半年综合来看，我们对沥青持乐观态度，预计下半年沥青偏强运行为主。一方面成本端原油价格在全球经济复苏的带动下将偏强运行，成本端价格上行将带动沥青价格走高；另一方面沥青需求端即将迎来消费旺季，且今年全年交通投资计划相对去年继续上涨，这也将增加对沥青的需求。预计下半年沥青价格区间在 3050-3700 运行。

## 七、风险提示

海内外疫情再次爆发；伊朗增幅幅度超预期；沥青旺季不旺

## 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”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！