



作者：石油化工组 隋晓影

执业编号：F0284756 投资咨询号：Z0010956

联系方式：010-68578690/ suixiaoying@foundersc.com

成文时间：2020年7月10日星期五

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

沥青：基建发力、需求可期 沥青仍偏强势

方正中期期货研究院 隋晓影

目录

第一部分 行情回顾	2
一、沥青历史走势回顾	2
二、2020 年上半年沥青走势回顾	3
第二部分 宏观经济及政策分析	3
第三部分 上游原油走势分析	4
第四部分 石油沥青供给分析	5
一、国内沥青产能稳步增长 山东地炼启动产能整合	5
二、马瑞油供应持续下降 替代原料供应充足	6
三、高利润下炼厂开工走高 产量逐步恢复	7
四、进口沥青有所增长 韩国供给进一步下降	8
五、库存低位支撑炼厂提价意愿 社会库存居高	9
第五部分 石油沥青需求分析	12
一、“十三五”公路建设目标提前完成	12
二、地方专项债政策不断发力	14
三、上半年沥青消费同比下滑 下半年有望稳定增长	15
第六部分 沥青供需平衡分析	17
第七部分 套利机会分析	17
第八部分 技术分析	19
一、沥青期货价格技术分析	19
二、沥青期货价格季节性分析	19
三、沥青期货交易情况分析	20
第九部分 后市展望与操作建议	21
附：沥青相关股票涨跌幅度	22

摘要：

疫情过后，沥青供需逐步恢复，低库存推动了二季度炼厂持续提价的意愿。下半年沥青供应端将稳步增长，产能过剩问题依然严重，但在整体维持偏低的开工率水平下，沥青供需基本维持平衡。从需求端来看，“十三五”公路建成目标已经提前完成，2020 年没有建设压力，但在疫情冲击导致经济大幅走弱的背景下，基建投资作为逆周期调节工具叠加地方专项债持续发力，大环境利好公路建设。而原油价格预期重心会继续抬升将从成本端进一步支撑沥青走势。整体上，成本端及现货端均支持沥青价格向上运行。综合来看，我们认为下半年沥青单边走势仍将以跟随原油为主，但整体表现会强于原油，预计三季度走势偏强，四季度高位震荡，下半年整体运行区间预计在 2500-3400 元/吨，操作上维持中长线多头思路，沥青需求企业可继续进行买入套期保值操作，建议近期逢低集中建仓。

第一部分 行情回顾

一、沥青历史走势回顾

国内石油沥青期货于 2013 年 10 月 11 日上市交易，上市之初交易并不活跃，上市的第一年价格基本维持在 4000 元/吨上方震荡，但此后受到产能过剩和需求走弱的双重打压，沥青期现价格均出现连续回调，同时也伴随着交易量的萎缩。但从 2015 年 9 月份起，沥青期货成交逐步恢复，交易活跃度有所提升，至 2016 年 2 月中旬，随着原油价格的触底反弹，沥青价格也见底，最低点位于 1624 元/吨，较上市之初的价格下跌了 64%，此后半年多时间沥青价格低位有所反弹，且伴随着量能的放大，而 2016 年底-2018 年三季度，沥青价格持续上行，但此后成本端下跌影响，沥青运行重心再度下移。



图 1-1：沥青期货走势图
数据来源：Wind、方正中期研究院

第一阶段：2013.10-2014.9，“十二五”期间部分大型公路项目集中赶工，沥青刚性需求得以释放，同时原油价格处于高位，沥青走势受到支撑在上市初期维持高位。

第二阶段：2014.10-2016.2，成本端即原油价格持续大跌打压沥青走势，同时国内沥青市场产能过剩矛盾突出，沥青步入熊市，自最高 4500 元/吨左右跌至最低 1620 元/吨，跌幅达到 64%。

第三阶段：2016.3-2018.9，成本端触底反弹，国内沥青炼厂限产挺价，沥青价格触底，在低位徘徊一段时间后持续上行，最高涨至 3866 元/吨，涨幅达 139%。

第四阶段：2018.10 至今，原油运行重心下移，沥青现货端无明显亮点，供给充裕、需求相对平稳，价格跟随成本端震荡下跌。

二、2020 年上半年沥青走势回顾

2020 年上半年，沥青价格受成本端影响，整体波动十分剧烈。一季度受原油持续大跌打压，沥青价格也持续大幅下行，加之疫情导致沥青需求端持续低迷，沥青自身基本面也出现恶化，进一步加剧了沥青的跌势，国内华东主产区沥青价格最低跌至 1800 元/吨左右，沥青期货主力合约最低跌至 1758 元/吨，跌幅达到 50%。进入二季度，随着国内疫情的逐步缓解，沥青需求也开始恢复，而 5 月份以后国际油价在持续下跌后触底反弹，对沥青形成进一步提振，二季度末华东主产区沥青价格回升至 2500 元/吨左右，而沥青期货主力合约自最低点上涨了 70%。

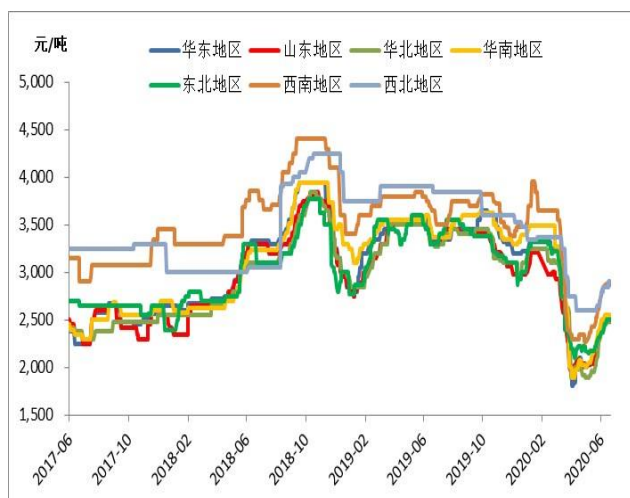


图 1-2: 国内各地区重交沥青主流成交价格
数据来源: Wind、方正中期研究院

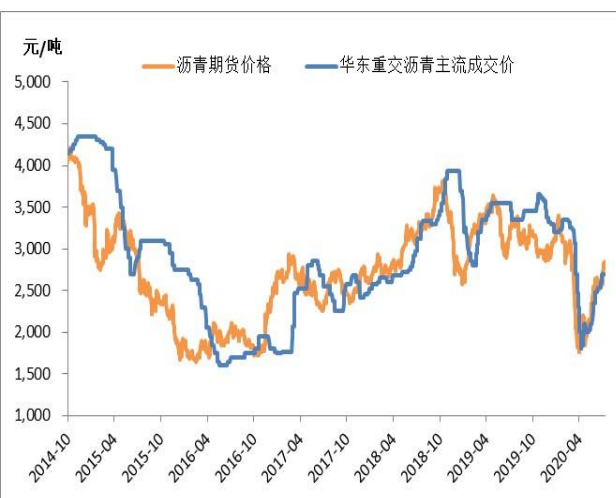


图 1-3: 华东重交沥青主流成交价格与沥青期货价
数据来源: Wind、方正中期研究院

第二部分 宏观经济及政策分析

今年以来，由于突发的疫情，中国经济也受到巨大的冲击，尤其是一季度在大部分行业生产、居民出行以及消费等出现停滞的情况下，国内经济面临前所未有的压力，一季度国内 GDP 同比下降 6.8%，而 2019 年下半年维持在 6% 左右。当前虽然国内大部分地区消费基本恢复到疫情前的水平，但疫情的警报在下半年难以解除，尤其是国外部分国家疫情仍处在高速发展期，外部环境的持续恶化将进一步影响国内的出口，国内经济增长仍然会遭遇巨大的压力。

而作为逆周期调节工具，在经济受到巨大冲击的背景下，今年基建投资再度发力，2 月份财政部提前下达 2020 年第二批地方政府债券额度，同时中央政治局会议明确加大逆周期调节力度，加大新投资项目建设力度，确保重大项目及时开工；3 月份国家要求加快发行和使用提前下达的地方政府专项债，发改委表示将扩大地方政府专项债的规模。在国内经济面临下行压力的背景下，提高基建投资力度在一定程度上意味着公路建设投资也会受到较大支持。受疫情影响，今年 1-5 月份基建投资同比下降 3.3%，较 2-4 月份的降幅

已明显收窄，基建投资修复力度在加大，而下半年整体也将呈现回升趋势，包含公路建设在内的传统基建仍然是基建投资的主要方向。

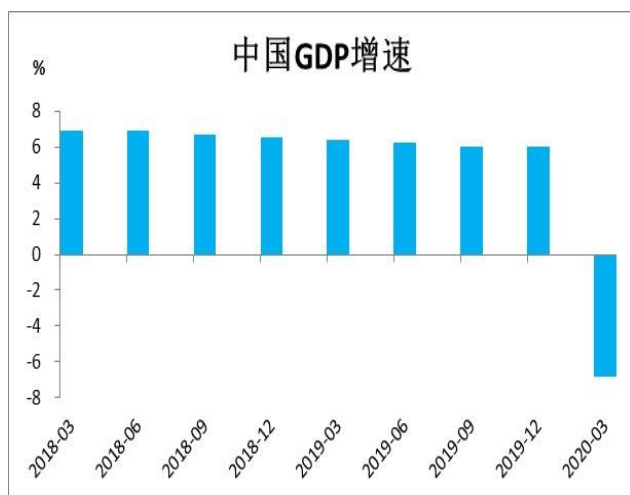


图 2-1：中国 GDP 增速

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 2-2：基建与道路运输投资累计同比

数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 上游原油走势分析

石油沥青是原油蒸馏后的残渣，是原油加工的副产品，原油价格的变化对于沥青价格走势影响较大。国内石油沥青期货价格走势与全球三大原油期货价格有着较强相关性，根据我们的统计，近 1 年沥青与 SC 原油、Brent 原油、WTI 原油的相关性分别在 0.9、0.95 和 0.95，但短期相关性差异较大。而通过观察我们发现，国内石油沥青期货价格走势受成本端走势变化的影响越来越明显，中长期单边波动基本会以跟随原油波动为主，短线波动受影响因素较多，与原油相关性也表现出一定的不稳定性。

表 1：沥青与原油走势相关性

	WTI 原油			Brent 原油			INE 原油		
	近 6 月	近 1 年	近 3 年	近 6 月	近 1 年	近 3 年	近 6 月	近 1 年	近 3 年
沥青	0.97	0.95	0.76	0.95	0.95	0.80	0.89	0.90	-

2020 年上半年原油价格的剧烈也令沥青价格波动加剧，但沥青整体表现相对强于原油，在今年前 4 个月的下跌过程中，沥青跌幅不及原油，而在 5、6 月份的上涨中沥青涨幅却高于原油，这使得上半年沥青炼厂利润一直处在高位。下半年原油波动率较上半年将明显下降，同时我们将看到原油需求以及原油价格的持续修复，但全球经济弱复苏以及疫情防控常态化下，全球原油需求恢复呈现缓慢的特点，同时在部分国家疫情持续发酵以及二次爆发风险下，下半年原油需求的恢复将面临不确定性。而从供给端来看，今年 4 月份产油国达成历史性减产协议后，供应端的巨幅收缩对过去两个月油价的反弹起到了关键性作用，但目前来看，在当前的减产协议框架下，减产问题很难再给市场带来进一步的利好预期，此外油价回升下，美国页岩油产量也有望在三季度触底，下半年供应端环比降幅将收窄。整体来看，我们认为，产油国减产

请务必阅读最后重要事项

以及原油需求边际修复带动原油累库的放缓，但当前部分国家原油需求表现仍然较弱，全球原油库存、海上浮仓以及美国等原油绝对库存量仍在高位，未来在需求恢复下预计原油市场将被动去库，但过程也将十分缓慢。而在全球原油供需平衡表持续修复下，下半年原油整体运行方向也将继续向上，并将继续对沥青走势带来成本支撑，同时沥青整体波动大部分时间较原油还要偏强一些。

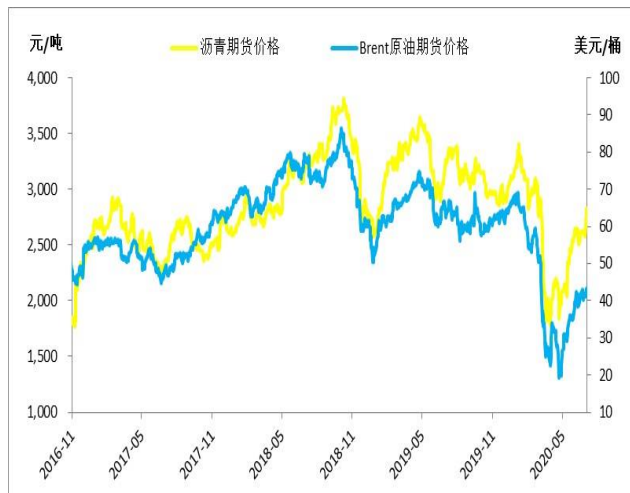


图 3-1：沥青与原油价格走势

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 3-2：沥青与原油比价

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 石油沥青供给分析

一、国内沥青产能稳步增长 山东地炼启动产能整合

国内沥青总产能在过去十几年稳步增长，根据卓创资讯的数据，到 2019 年底，我们沥青总产能达到 4700 万吨，而 2019 年国内沥青产量仅为 2800 万吨左右，产能过剩严重。近几年我国沥青产能年均增长幅度在 5% 左右，但 2019 年产能增速出现明显放缓。2019 年国内中石油、中石化、中海油以及地方炼厂的产能占比分别为 29%、22%、9% 和 40%。据了解，2020 年汇丰石化、山东高速海南发展有限公司未来仍有沥青投产计划，两家企业常减压装置产能分别为 230 和 250 万吨/年，预计国内沥青总产能将提高至 5300 万吨。

另外，近两年山东省出台一系列政策推进山东地炼产能整合，2019 年 8 月 15 日山东省政府发布《关于推进全省地炼企业产能整合转移实现高质量发展的工作方案》，明确了对位于城市人口密集区和炼油能力在 300 万吨及以下未实现炼化一体化的地炼企业，在 2022 年年底前完成产能分批整合转移，对产能在 300 万吨以上、500 万吨及以下未实现炼化一体化的地炼企业，2025 年年底前完成产能分批整合转移。对产能在 500 万吨及以下已基本实现炼化一体化的地炼企业，经认定可以不参与产能整合。截止目前，已有 9 家山东地炼企业签订了整合意向，其中涉及到 3 家沥青生产企业，包括滨阳炼化、科力达、金石沥青，产能合计达到 150 万吨左右。目前山东金石沥青已经正式启动了炼化装置的拆除程序，拆除后将融入烟台裕龙炼化一体化项目中，原则上 3 家企业将在 2020 年底完成产能整合。虽然山东地炼产能整合将令沥青产能有所损失，但近两年国内仍有部分新增产能，国内沥青产能整体仍会继续保持增长。

请务必阅读最后重要事项

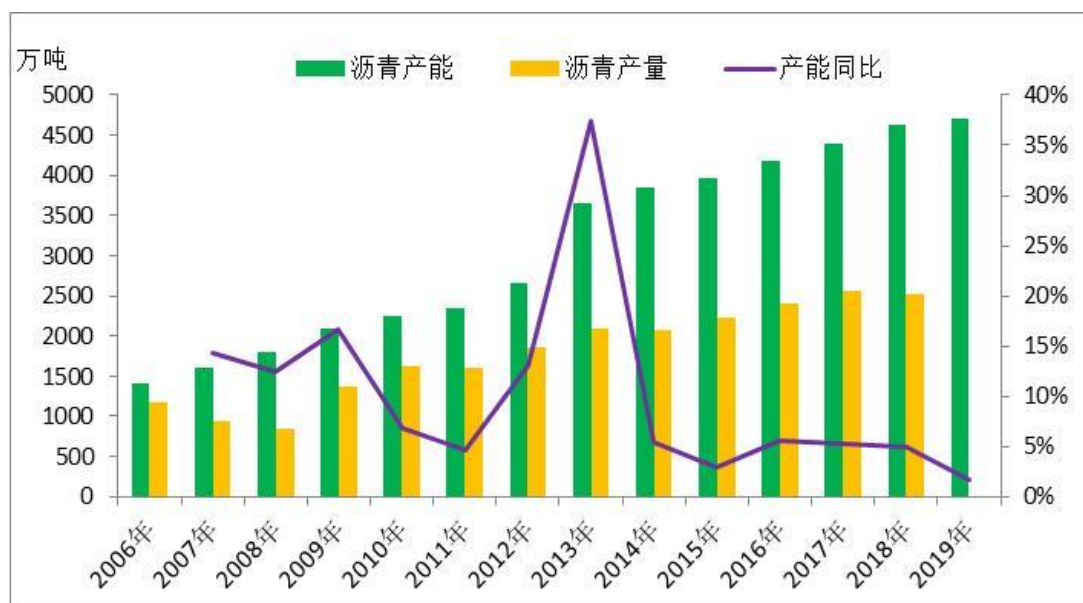


图 4-1：国内沥青产能及产量
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

二、马瑞油供应持续下降 替代原料供应充足

近几年，马瑞油产量的下降以及对国内供应的下滑令沥青行业一度担心沥青原料的供给，因马瑞油属于偏重质的原油，沥青出率高，在此之前，马瑞油在国内沥青原料中的占比达到 60%，但近两年持续下滑。今年 5 月份委内瑞拉原油产量降至 57 万桶/日，2016 年以前产量在 230 万桶/日左右。2019 年以来，马瑞油的到港量也在持续下降，虽然国内直接进口的马瑞油大幅萎缩，但仍有部分马瑞油通过马来西亚以及印尼等国家转口至中国。但 2020 年以来，美国对委内瑞拉的制裁再度升级，2 月份美国方面宣布对与委内瑞拉有石油贸易往来的俄罗斯石油公司旗下子公司进行制裁，而 6 月初宣布对四家航运公司及其管理的油轮实施制裁，这进一步中断了委内瑞拉原油的对外供应。

为应对马瑞油供应的下降，国内沥青炼厂也在积极寻找替代原料，目前来自中东地区的沙重、沙中、沙轻，巴士拉、阿曼、科威特、伊重等，来自美洲地区的波斯坎、荣卡多、卡斯提拉、冷湖等，还有部分稀释沥青，在国内沥青炼厂原料中均有涉及。根据卓创资讯的统计，今年 1-4 月份以上各种可用作沥青生产的原料进口总量为 5742.88 万吨，而 2019 年同期进口总量为 5453.97 万吨，同比增加了 288.91 万吨。目前来看，虽然马瑞油供应锐减，但国内沥青生产替代原料充足，马瑞油供应的下降并不会影响国内沥青生产，国内沥青供应整体仍会保持稳定。



图 4-2：委内瑞拉原油出口目的地

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

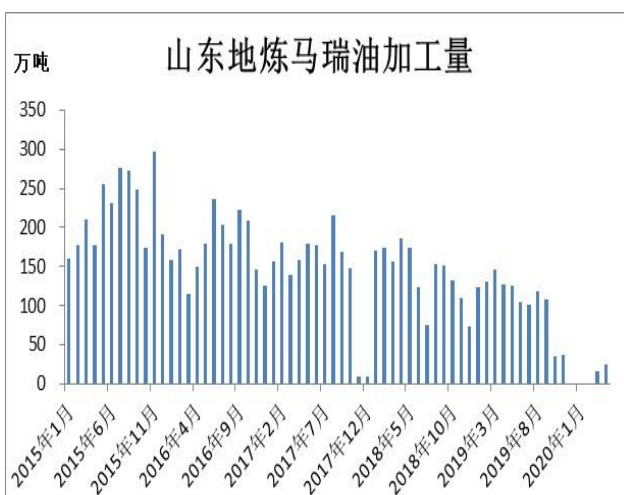


图 4-3：山东地炼马瑞油加工量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

三、高利润下炼厂开工走高 产量逐步恢复

受疫情影响，上半年国内沥青产量也受到较大冲击，尤其是 1-2 月份，疫情叠加春节因素，国内沥青产量大幅下滑，而随着疫情的缓和，3 月份以后，国内沥青产量持续提升，5 月份沥青单月产量达到 286 万吨，创历史新高，而今年 1-5 月份，国内沥青产量累积同比仍然下滑 6%，但累积降幅较前几个月已经明显收窄。

二季度国内沥青产量的提升一方面源于需求的增长，另一方面源于沥青生产利润的高企。进入二季度，随着国内各行业复产复工的推进，沥青终端需求也有所恢复，同时在低价格下，下游囤货需求明显增长，沥青需求持续改善。而今年以来，国内沥青生产利润也在持续走高，这进一步推动了炼厂的生产意愿，4 月底国内沥青炼厂综合生产利润高达 900 元/吨，虽然 5 月份以后随着油价的走高，沥青生产利润有所萎缩，但与其他产品相比，沥青的生产利润仍然可观。

在需求以及高利润的驱动下，2 月份以来国内沥青炼厂开工负荷持续走高，根据卓创统计的数据，国内沥青炼厂开工率在 2 月份将至 30% 左右，创历史新低，此后持续回升，到 7 月初升至 70% 左右，处于历史高位。当前来看，由于沥青生产利润萎缩，再加上前期终端囤货较多，未来接货能力可能会下降，这可能令炼厂库存有所走高，在此压力下，炼厂开工负荷可能会受到制约。

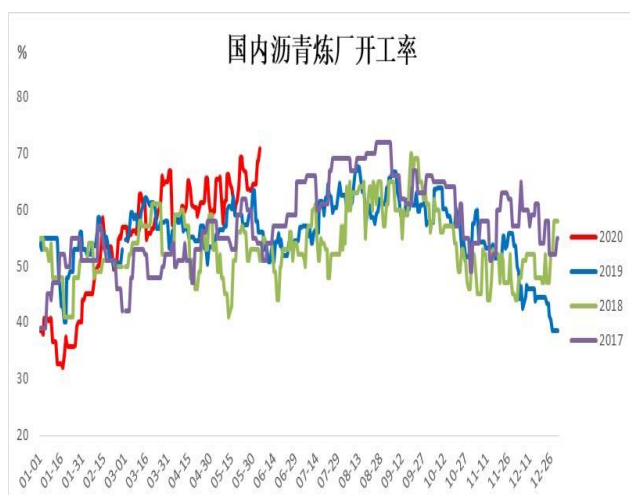


图 4-4：沥青炼厂装置开工率
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

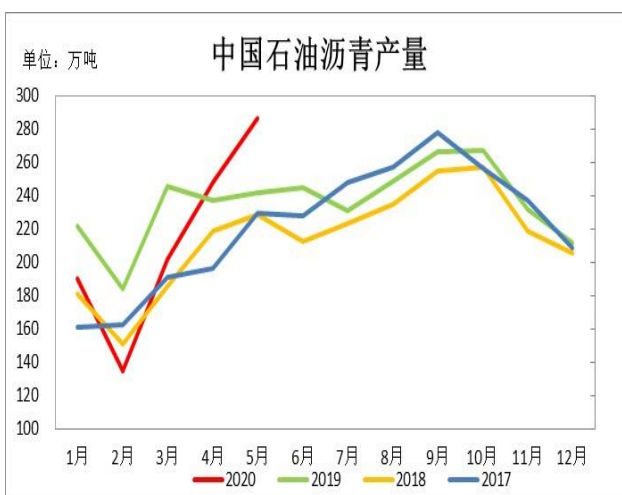


图 4-5：中国石油沥青产量
数据来源：百川资讯、方正中期研究院

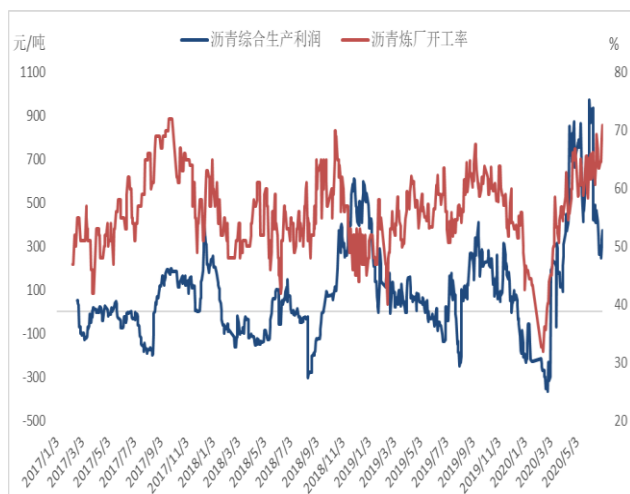


图 4-6：沥青炼厂综合利润与炼厂开工率
数据来源：Wind、方正中期研究院

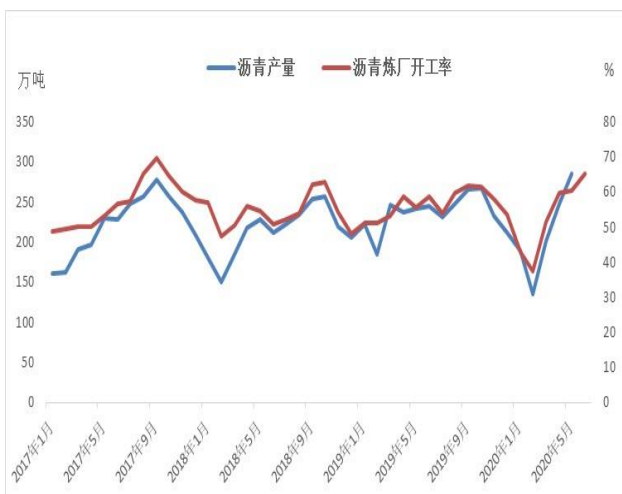


图 4-7：沥青产量与开工率
数据来源：Wind、方正中期研究院

四、进口沥青有所增长 韩国供给进一步下降

今年上半年，国内沥青进口仍然保持增长，1-5 月份国内沥青进口量累积达到 198.25 万吨，同比增长 13%，而出口量同比下滑 9%。分地区来看，韩国及马来西亚的进口量占比较 2019 年有所下滑，但新加坡的进口量占比有所增长。进口沥青一直作为国内沥青供应的补充，进口量占比稳定在 20%上下，对国内供应整体影响不大。

从进口价格来看，近 1 个多月沥青进口价格也有所上涨，但上涨步伐明显滞后于国产沥青，6 月底，韩国沥青 7 月货华东到岸价为 310-320 美元/吨，人民币完税价 2630-2710 元/吨，新加坡沥青 7 月船货华南到岸价为 340-350 美元/吨左右，人民币完税价 2750-2830 元/吨左右，均高于当前华东地区国产沥青价格。

请务必阅读最后重要事项

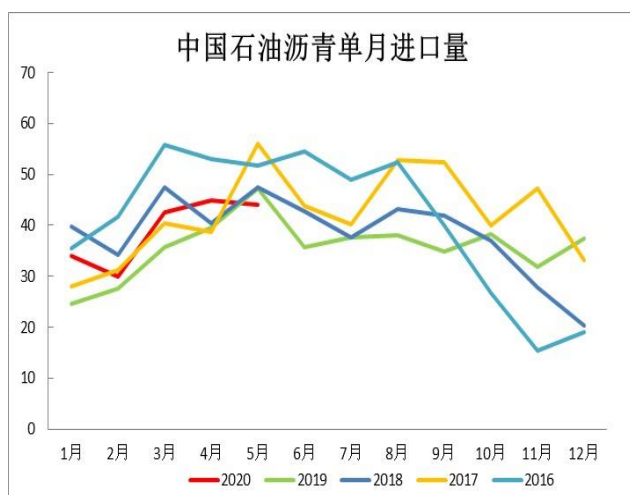


图 4-8：中国石油沥青单月进口量
数据来源：Wind、方正中期研究院

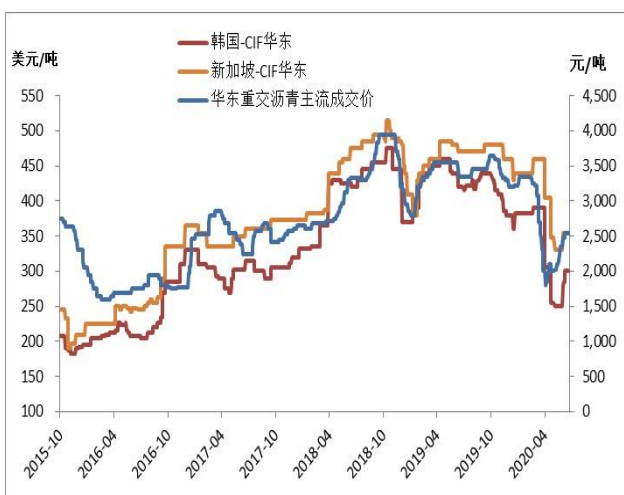


图 4-9：国产与进口沥青价格
数据来源：Wind、方正中期研究院

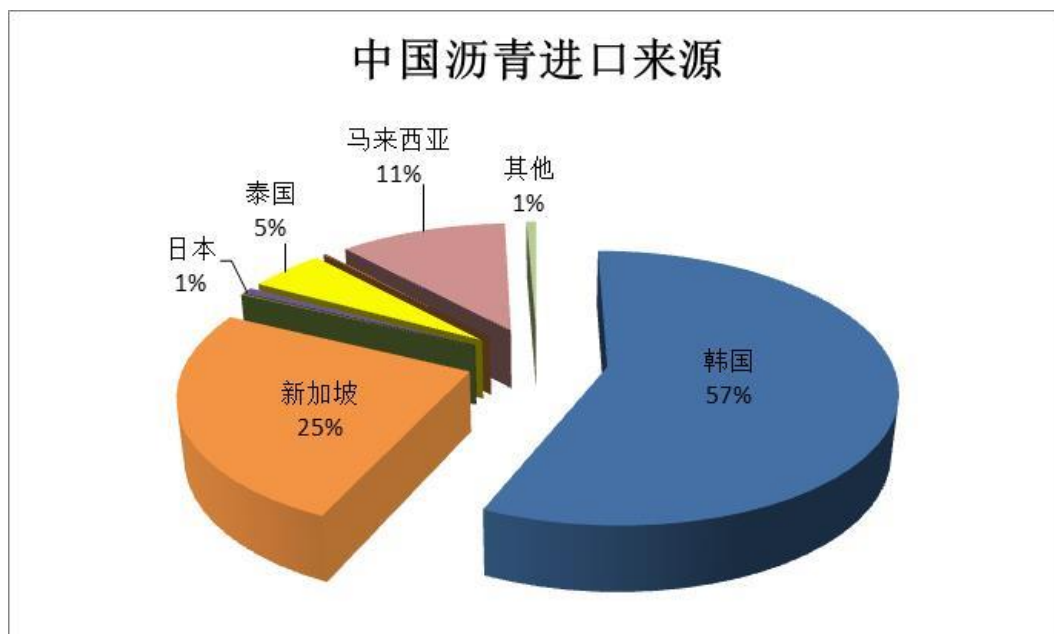


图 4-10：中国沥青进口来源
数据来源：Wind、方正中期研究院

五、库存低位支撑炼厂提价意愿 社会库存居高

国内沥青库存包括炼厂库存和社会库存，炼厂库存的高低是炼厂调价的驱动力，而社会库存的高低往往反应终端的消化能力。根据隆众资讯统计的数据，上半年国内市场沥青整体库存水平呈现一季度增、二季度降的趋势，一季度增长主要是受疫情影响，终端需求有限加大炼厂及社会库存压力，而二季度以来，国内沥青库存率持续走低，尤其是炼厂库存下降明显，这主要也是源于下游终端需求的好转以及囤货需求的增强。

请务必阅读最后重要事项

从炼厂库存来看，一季度国内沥青炼厂持续累库，但二季度以后，炼厂库存整体呈下降趋势，这也是近期炼厂持续上调沥青价格的主要原因。而从社会库存来看，上半年沥青社会库存持续走高，但5月份以后增长步伐有所放缓，主要源于终端需求有所好转，当前沥青社会库存水平虽然在高位但也在合理区间。

目前来看，炼厂库存低位支撑了二季度炼厂提价的意愿，但6、7月份南方进入雨季，沥青终端需求会受到一定影响，加之前期低价囤货资源较多，整体下游接货能力预计较前期会有所减弱，这可能会导致炼厂出货放缓以及炼厂库存的累积。

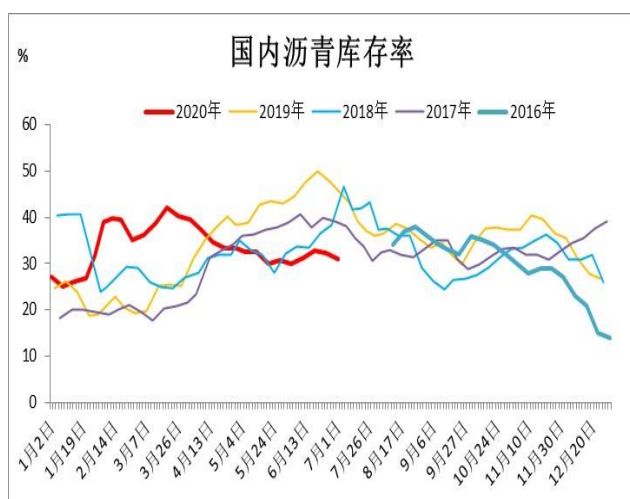


图 4-11：沥青库存率

数据来源：Wind、方正中期研究院

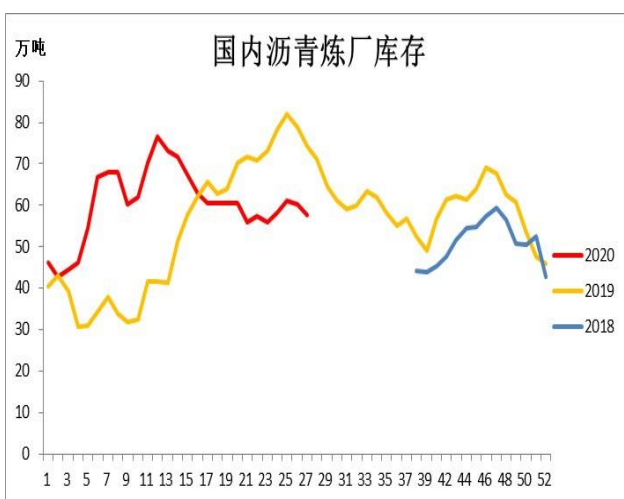


图 4-12：沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

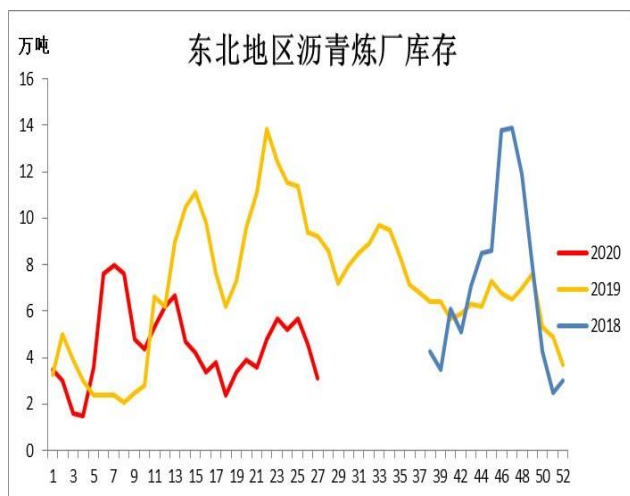


图 4-13：东北地区沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

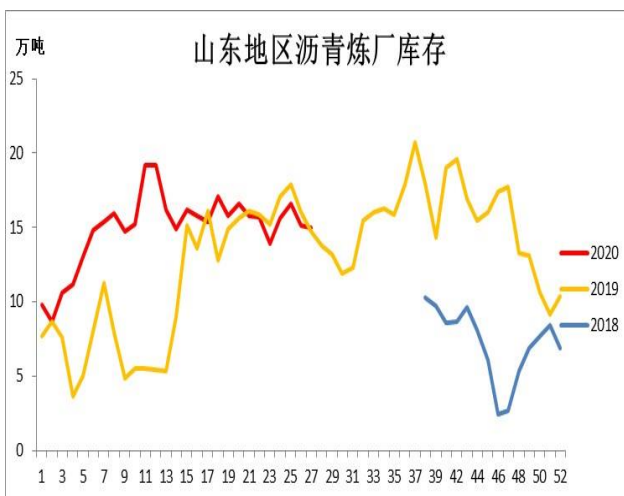


图 4-14：山东地区沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

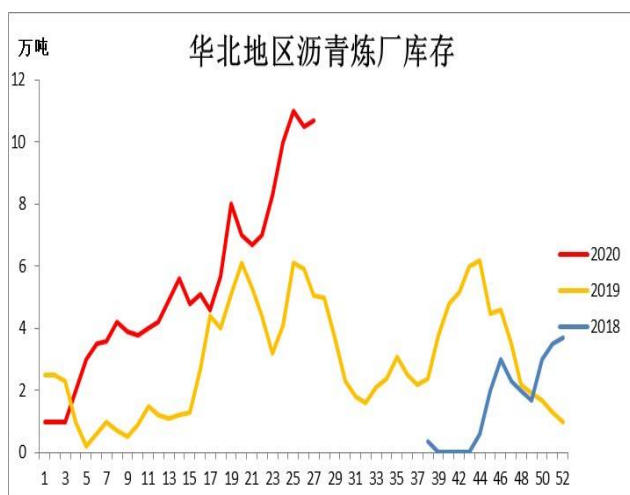


图 4-15: 华北地区沥青炼厂库存
数据来源: Wind、方正中期研究院

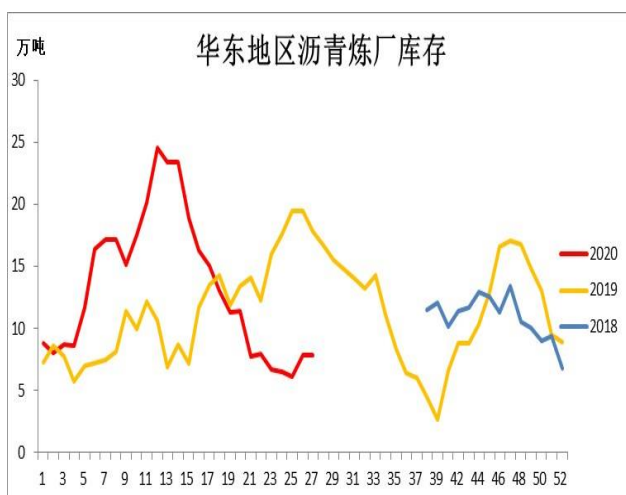


图 4-16: 华东地区沥青炼厂库存
数据来源: Wind、方正中期研究院

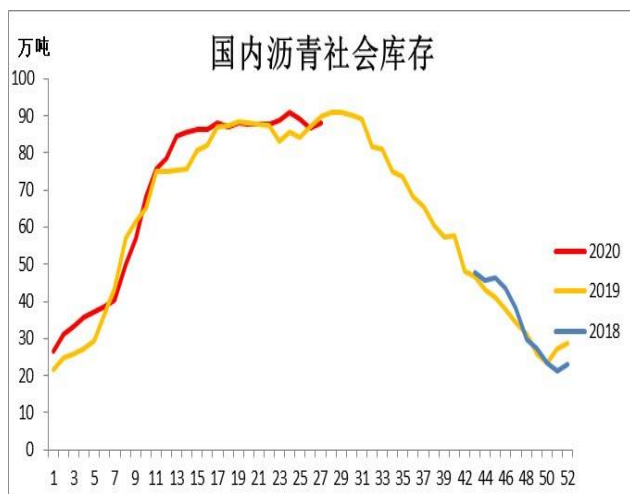


图 4-17: 国内沥青社会库存
数据来源: Wind、方正中期研究院

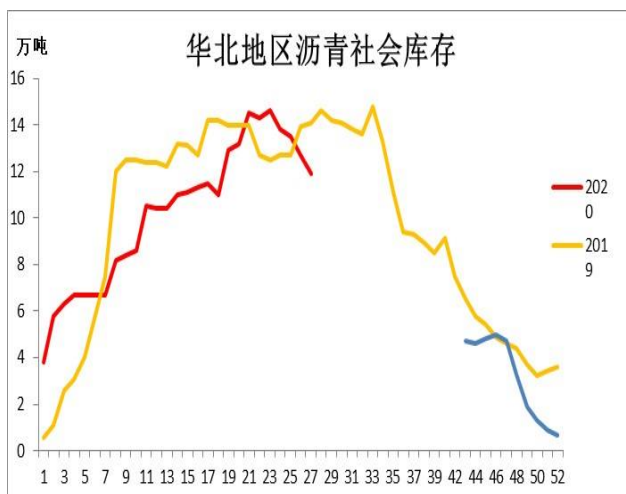


图 4-18: 华北地区沥青社会库存
数据来源: Wind、方正中期研究院

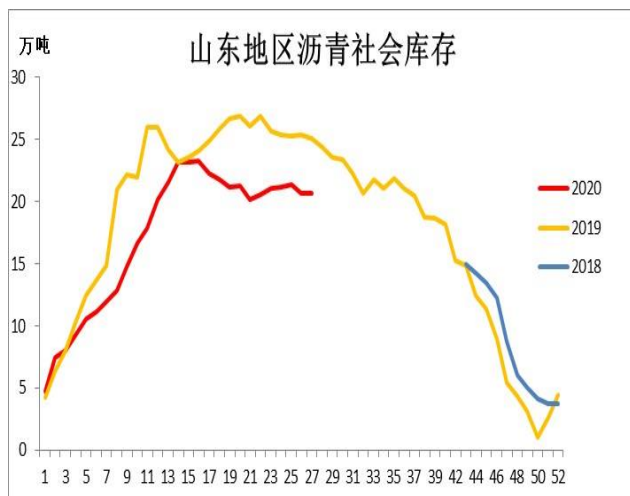


图 4-19: 山东地区沥青社会库存

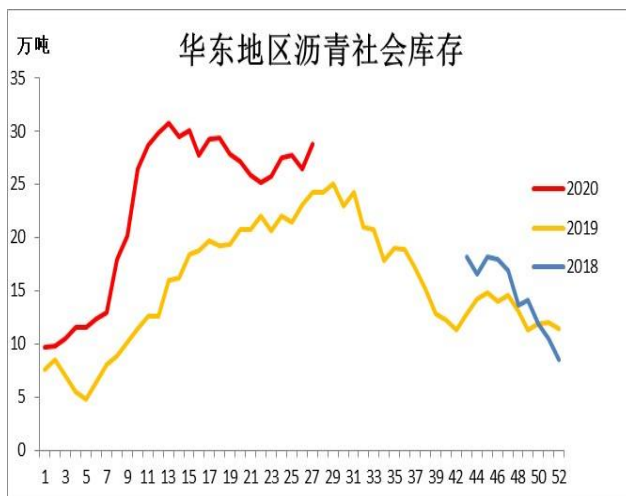


图 4-20: 华东地区沥青社会库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 石油沥青需求分析

一、“十三五”公路建设目标提前完成

表 2：中国公路总里程计划及完成情况

中国公路总里程计划及完成情况（单位：万公里）				
	计划		实际	
	增量	年均增量	增量	年均增量
“十五”	20	4	25	5
“十一五”	66.95	13.39	66.3	13.26
“十二五”	49.2	9.84	57.2	11.44
“十三五”	42.27	8.45	43.52（前四年）	10.88（前四年）

表 3：中国高速公路总里程计划及完成情况

中国高速公路总里程计划及完成情况（单位：万公里）				
	计划		实际	
	增量	年均增量	增量	年均增量
“十五”	0.87	0.174	2.47	0.494
“十一五”	2.4	0.48	3.31	0.662
“十二五”	3.39	0.678	4.94	0.988
“十三五”	2.65	0.53	2.71（前四年）	0.68（前四年）

沥青需求与国家公路建设量及建设周期息息相关，从长周期来看，与国家在公路建设的五年规划有关，而从短周期来看，与阶段性项目开工有直接关系。根据交通部“十三五现代综合交通运输体系发展规划”，到 2020 年末公路总里程达到 500 万公里，公路总里程新增 42.27 万公里，年均增长 8.45 万公里，高速公路总里程达到 15 万公里，高速公路总里程新增 2.65 万公里，年均增长 0.53 万公里。而截至 2019 年底，全国公路总里程达到 501.25 万公里，前四年公路总里程实际新增 43.52 万公里，年均新增 10.88 万公里，高速公路总里程达到 14.96 万公里，新增 2.71 万公里，年均新增 0.68 万公里，从前四年的公路建设情况来看，公路总里程以及高速总里程增量均已超过十三五规划目标，“十三五”时期的五年规划目标已经在 2019 年提前完成。而近期交通运输部部长李小鹏表示，预计到 2020 年底，我国公路总里程将达到 510 万公里左右，其中高速公路建成里程将达 15.5 万公里左右。据此预计，2020 年公路建设目标大致为 8.75 万公里，高速公路建设目标大致为 0.54 万公里。

从公路建设投资角度看，受疫情和春节因素影响，今年 1-4 月份国内公路建设投资累计同比呈现负增长，尤其是一季度同比下滑较为明显，而二季度以来公路建设投资步伐明显加快，1-5 月份累计同比转正，增幅为 0.96%。

请务必阅读最后重要事项

整体来看，由于“十三五”公路建设目标提前完成，2020 年并没有建设压力，但在疫情导致经济大幅走弱的背景下，国家加大基建投资力度将对公路建设投资形成一定提振，预计下半年公路建设投资将进一步增长，增速将显著高于上半年，并会对沥青需求形成正向促进作用。

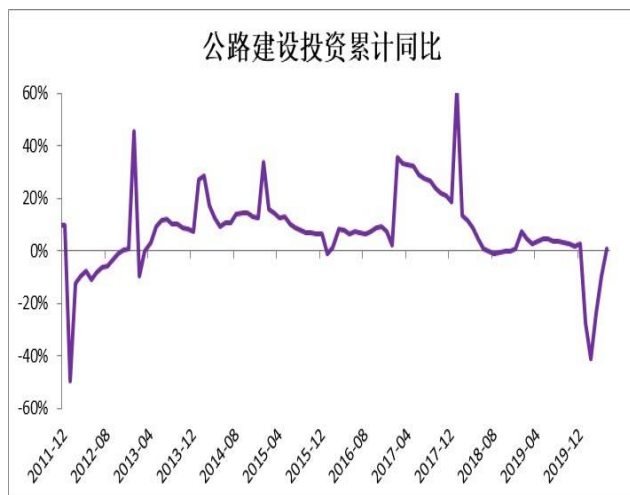


图 5-1：全国公路建设投资累计同比
数据来源：Wind、方正中期研究院

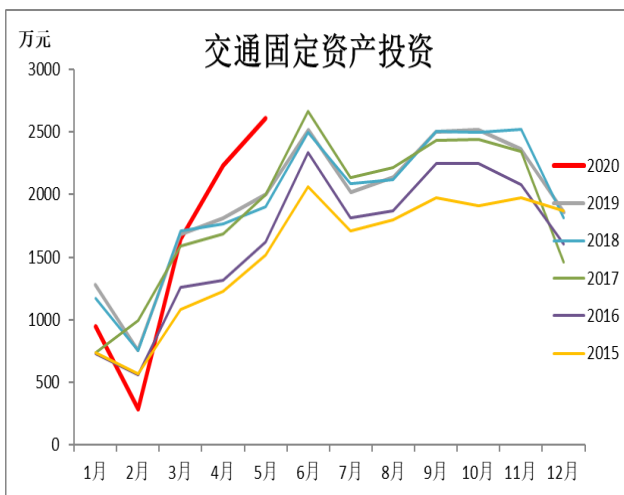


图 5-2：交通固定资产投资
数据来源：Wind、方正中期研究院

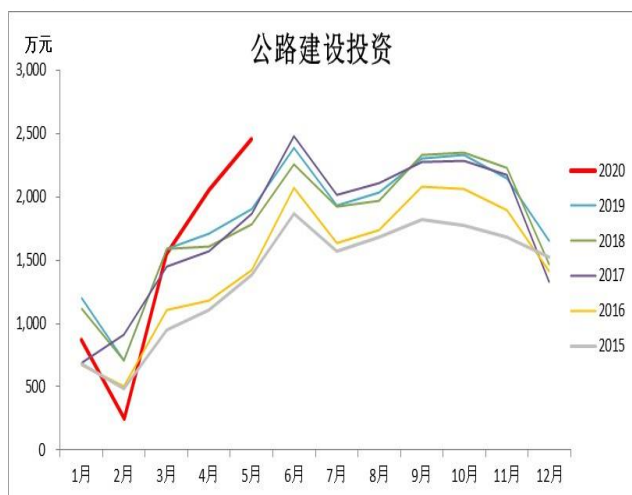


图 5-3：全国公路建设投资
数据来源：Wind、方正中期研究院

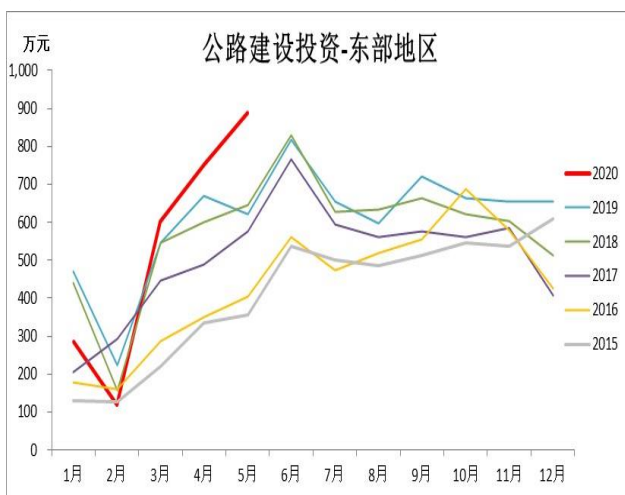


图 5-4：东部地区公路建设投资
数据来源：Wind、方正中期研究院

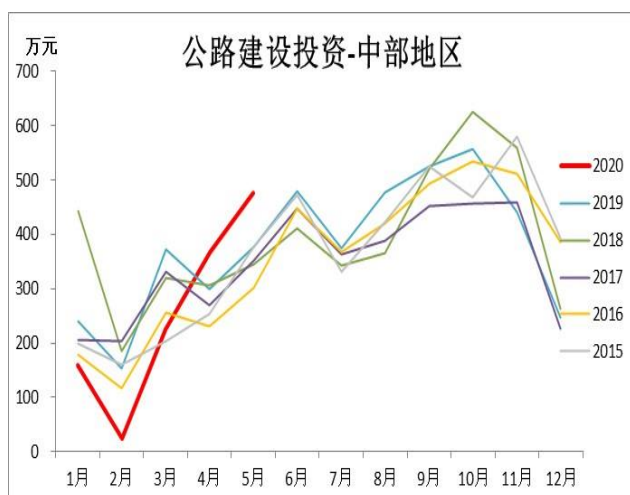


图 5-5：中部地区公路建设投资
数据来源：Wind、方正中期研究院

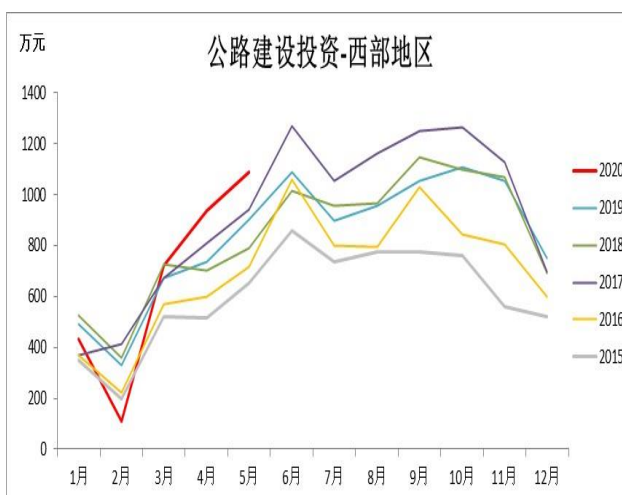


图 5-6：西部地区公路建设投资
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、地方专项债政策不断发力

今年年初以来，地方政府专项债政策不断发力，财政部等相关部门接连下达地方政府专项债额度，并督促以及扩大专项债发行，同时明确了今年地方政府专项债不得用于土储和棚改，将侧重于基建。从专项债发行额度上看，预计 2020 年地方政府专项债发行额度将达到 3.75 万亿元，同比将增加 1.6 万亿元，而 2019 年地方政府专项债发行 2.15 万亿元，同比增加 8000 万亿元。过去几年，专项债投向基建领域的占比在 30% 上下，而今年前几个月占比高达 70%。

今年上半年地方政府专项债发行进度明显加快，截至今年 5 月底，新增专项债的发行金额达到 2.15 万亿元，已经达到全年计划发行总量的 57%，1 月份单月发行量达到 7148 亿元，而 5 月份单月发行量高达 9980 亿元，创单月历史新高。从专项债投向来看，在明确了今年专项债投向侧重于基建的前提下，1-6 月份有 60% 的项目收益专项债投向了收费公路，另外轨道交通占比在 27%。

整体来看，今年地方政府专项债发行呈现出发行总量显著增加、发行进度明显加快、投向基建的比例明显提升等特点，而政策的发力也会对公路建设以及沥青需求形成进一步支持。

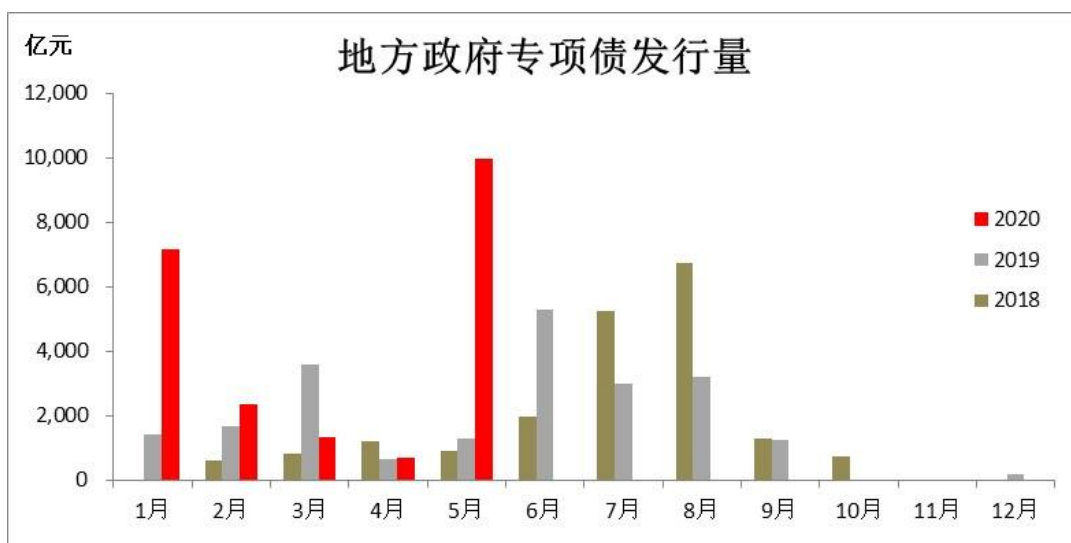


图 5-7：地方政府专项债发行量
数据来源：Wind、方正中期研究院

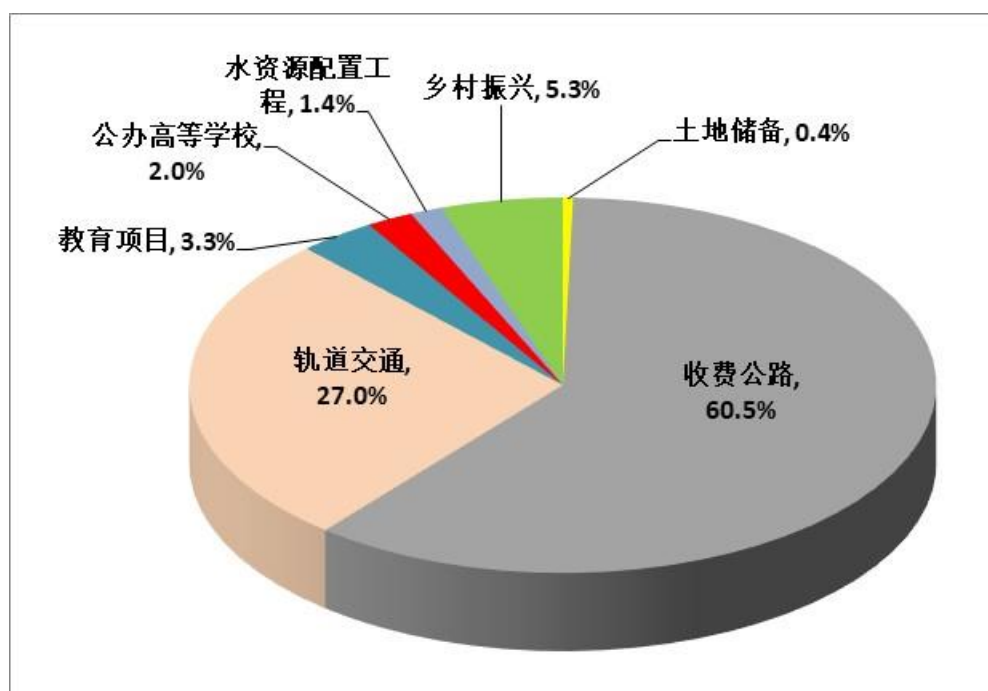


图 5-8：地方政府项目收益专项债投向
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、上半年沥青消费同比下滑 下半年有望稳定增长

今年以来，受疫情冲击，国内沥青消费出现明显下滑，尤其是一季度，疫情叠加春节因素，沥青需求同比骤降，而二季度以来，随着各地复产复工的推进以及气温的回升，沥青需求出现明显增长，1-5 月份国内沥青表观消费同比下滑 4%，同比降幅明显收缩。从消费结构来看，道路需求占比仍然最大，达到 80%左右，

请务必阅读最后重要事项

焦化和船燃需求占比在 10%左右，而防水市场需求在 10%左右，在最近几年均维持这样的消费结构，道路需求基本可以决定沥青的整体需求。

上半年为沥青的消费淡季，公路施工相对有限，但由于今年上半年沥青价格较低，市场囤货需求十分旺盛，整体带动沥青需求的走高。而进入 6 月中下旬，全国范围内的降雨逐渐增多，尤其是南方地区进入梅雨季节，公路施工基本停滞，下游刚性需求萎缩，同时市场囤货意愿也较前期有所减弱。预计三季度中后期，随着降雨的逐步减少，公路项目将陆续开工，沥青刚性需求也将再度出现增长，但由于上半年市场低价囤货资源较多，可能会部分透支下半年的实际需求，但总体上仍然认为下半年需求整体好于上半年。

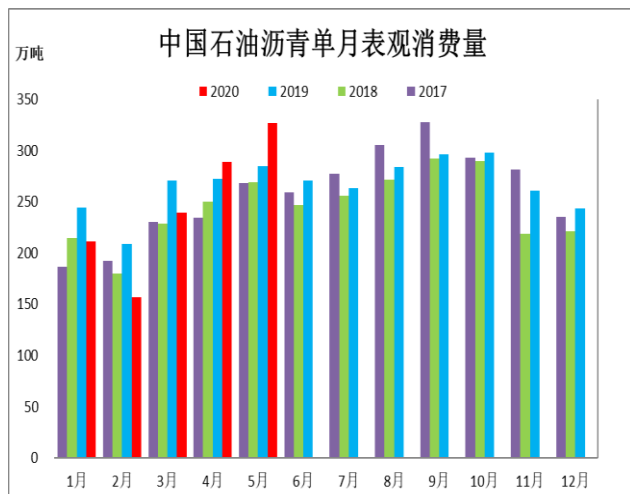


图 5-9：中国石油沥青月度表观消费量
数据来源：Wind、方正中期研究院

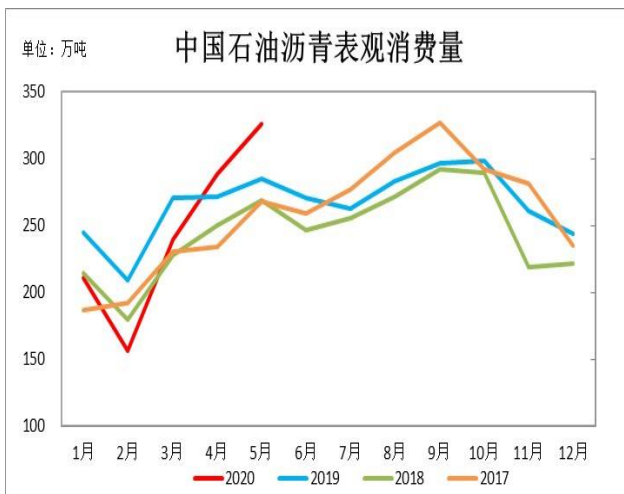


图 5-10：中国石油沥青表观消费量
数据来源：Wind、方正中期研究院

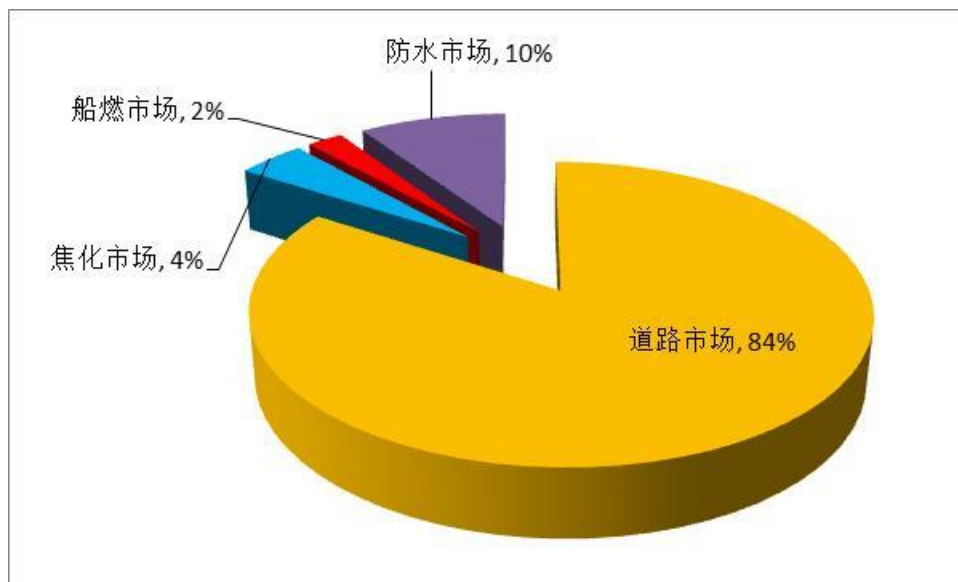


图 5-11：中国沥青消费结构
数据来源：百川资讯、方正中期研究院

第六部分 沥青供需平衡分析

表 4：沥青供需平衡数据

沥青供需平衡数据						
月度	产量	进口量	出口量	表观消费量	炼厂期末库存	社会期末库存
2019年1月	222.27	24.61	2.22	244.66	36.84	25.76
2019年2月	184.54	27.61	2.92	209.22	34.49	53.93
2019年3月	245.84	35.63	10.60	272.00	39.23	72.70
2019年4月	237.17	39.56	4.73	272.00	59.95	81.32
2019年5月	241.99	47.35	4.49	284.85	69.16	87.90
2019年6月	244.69	35.75	9.91	273.15	78.04	85.04
2019年7月	231.47	37.74	6.32	262.89	67.68	90.43
2019年8月	248.75	38.03	3.13	283.65	60.50	80.09
2019年9月	266.80	34.84	5.21	296.43	53.34	62.95
2019年10月	267.48	38.33	7.51	298.30	60.44	48.97
2019年11月	232.26	31.89	3.16	260.98	65.84	36.19
2019年12月	211.74	37.36	5.42	243.69	51.91	26.33
2020年1月	190.03	36.00	4.00	222.03	46.98	32.79
2020年2月	134.70	30.74	5.25	160.19	65.75	46.53
2020年3月	202.13	42.58	5.40	239.31	70.48	76.77
2020年4月	247.72	44.82	4.05	288.49	64.58	86.64
2020年5月	286.22	44.11	3.92	326.40	58.60	87.88

近几年，沥青自身基本面亮点并不多，供需整体变化不大，由于国内沥青产能持续过剩，供给端长期保持充裕，而需求在近几年增长也十分有限，供应基本可以满足需求。因此就单边走势来说，大部分时间成本端的影响更为显著，供需面的影响次之，而少部分时间沥青供需出现错配会对沥青价格形成显著影响。

就国内沥青市场来看，国内的产量加上少量的进口基本能满足国内的需求。由于国内沥青产能持续过剩，沥青炼厂开工率常年处于低位水平，近几年开工率维持在 50% 上下，尤其是今年年初受疫情影响，国内沥青炼厂开工负荷将至 30% 左右，创历史新低，但二季度显著回升，与此同时，一季度国内沥青产量也大幅下降，二季度增长明显，尤其是 5 月份沥青产量达到 286 万吨，创历史新高。而随着沥青刚性需求的恢复以及低价囤货需求的增加，二季度沥青炼厂库存持续走低，但社会库存在 3 月份以后出现明显累积，这将给后期市场供给带来一定压力，

整体来看，预计在三季度前期，沥青社会库存仍会偏高，而在三季度中后期，随着下游需求的增强，社会库存有望呈现去库状态。从下半年来看，沥青需求有望好于上半年，但供应仍会保持充裕，不大可能出现严重缺口。

第七部分 套利机会分析

期现套利方面，今年以来沥青基差经历了一季度的大幅走阔以及二季度的高位回落，目前沥青基差不断

请务必阅读最后重要事项

接近 0。一季度由于沥青期价受油价大跌影响较大，期货盘面连续大跌，但沥青现货价格的下跌有些滞后，使得沥青基差大幅走阔，此后沥青期货跌势放缓，而现货价格连续下调令沥青价差回到合理区间。二季度沥青基差大部分时间维持在-200-0 元/吨之间波动，而当前成本端涨势放缓，对沥青盘面的进一步提振有限，而沥青现货端近期的上涨动力也有所减弱，预计未来基差不会偏离合理区间，暂看不到很好的期现套利机会。

跨期套利方面，受原油月差走势影响，沥青期货 09-12 价差在上半年也经历了一季度大幅走阔以及二季度的持续回缩，随着沥青期货近月合约的持续上涨，09-12 合约价差持续上行，下半年沥青仍有进一步上涨的动力，且近端将强于远端，因此预计 09-12 合约价差仍将进一步走阔，建议做多 09-12 合约价差

跨品种套利方面，沥青盘面利润持续在上半年持续走高，在 7 月初最高达到 669 元/吨。沥青利润高企主要源于炼厂库存低位提升了炼厂推涨意愿，沥青现货价格不断上涨也对沥青盘面形成一定提振，使得沥青相对于原油走势偏强。而下半年我们预计在需求持续改善下，三季度沥青走势仍会偏强，沥青盘面利润预计仍会处在高位，而四季度沥青价格环比走弱概率较大，预计沥青利润可能会高位回落，建议届时把握做空沥青利润的机会。

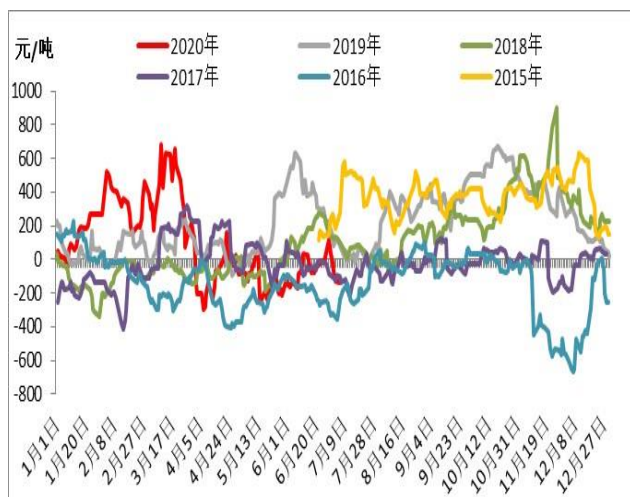


图 7-1：沥青基差

数据来源：Wind、方正中期研究院

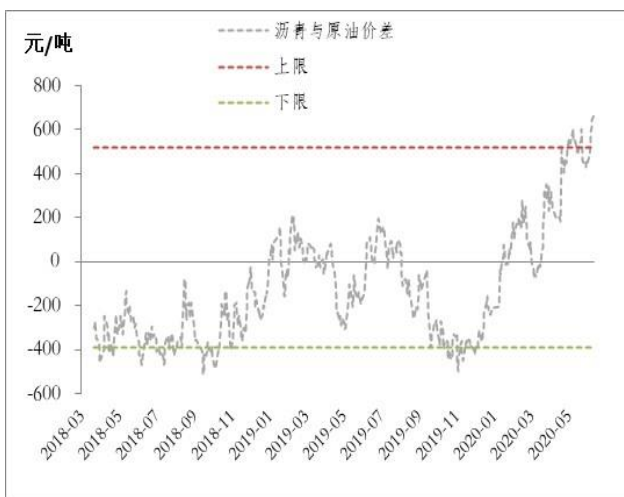


图 7-2：沥青与原油价差

数据来源：Wind、方正中期研究院

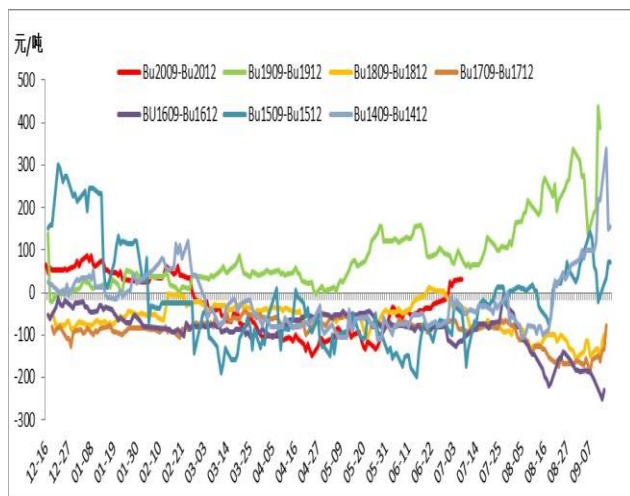


图 7-3：沥青期货 09-12 合约历史价差

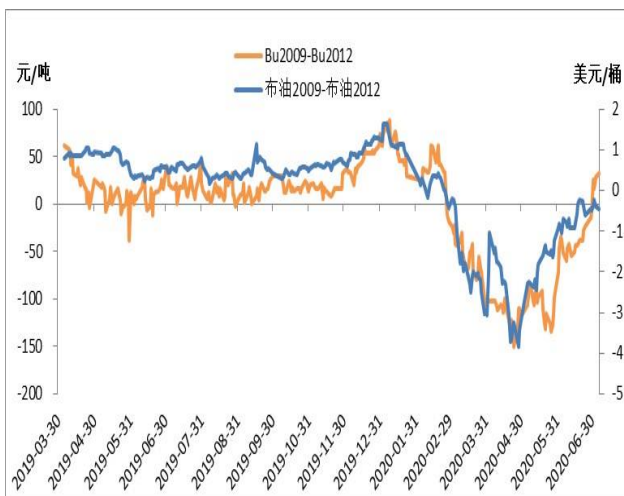


图 7-4：沥青与原油月差

请务必阅读最后重要事项

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

第八部分 技术分析

一、沥青期货价格技术分析

沥青期货自低点反弹幅度超过 60%，反转趋势得到进一步确认。从黄金分割角度看，沥青期价在反弹至 0.236、0.382、0.5 以及 0.618 分割线附近均遭遇明显的上升阻力，当前在突破 0.5 分割线后表现出明显的强势上涨局面，并在 0.618 分割线附近遇阻，结合成本以及沥青基本面来看，未来大概率会进一步突破并向 0.809 分割线附近阻力位运行。



图 8-1：沥青技术分析图

数据来源：博易大师、方正中期研究院

二、沥青期货价格季节性分析

沥青的现货端消费具有一定的季节性特点，8-11 月份一般为沥青的消费旺季，需求往往会达到年内高峰，12-2 月份为沥青的消费淡季，沥青需求会大幅萎缩，但我们通过对沥青期货价格季节性走势进行分析后发现，沥青价格走势没有表现出明显的季节性特点，在 9-10 月份现货消费旺季反而下跌的概率较大，我们认为这与沥青在近些年整体供应充裕直接关系。虽然沥青现货消费有一定的季节性特点，但由于我国沥青市场产能过剩严重，炼厂开工率常年维持在 50% 上下，供给基本维持充裕，而近几年公路建设投资出现明显放缓，下游终端需求增长有限，因此即便在传统消费旺季，沥青供应也很少会出现缺口，再加上成本端波动较大对沥青走势影响显著，因此沥青价格走势季节性特点明显弱化。

请务必阅读最后重要事项

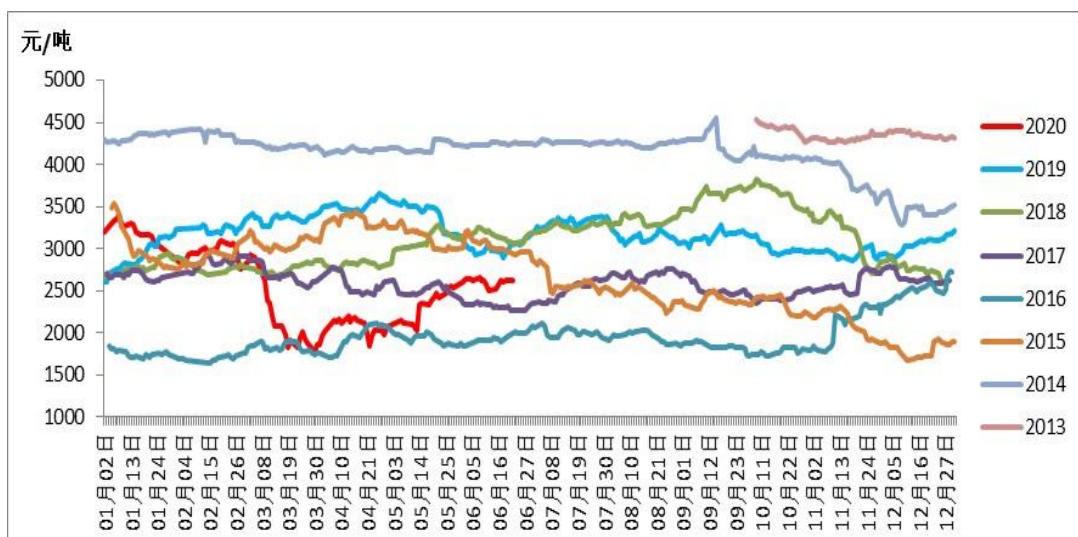
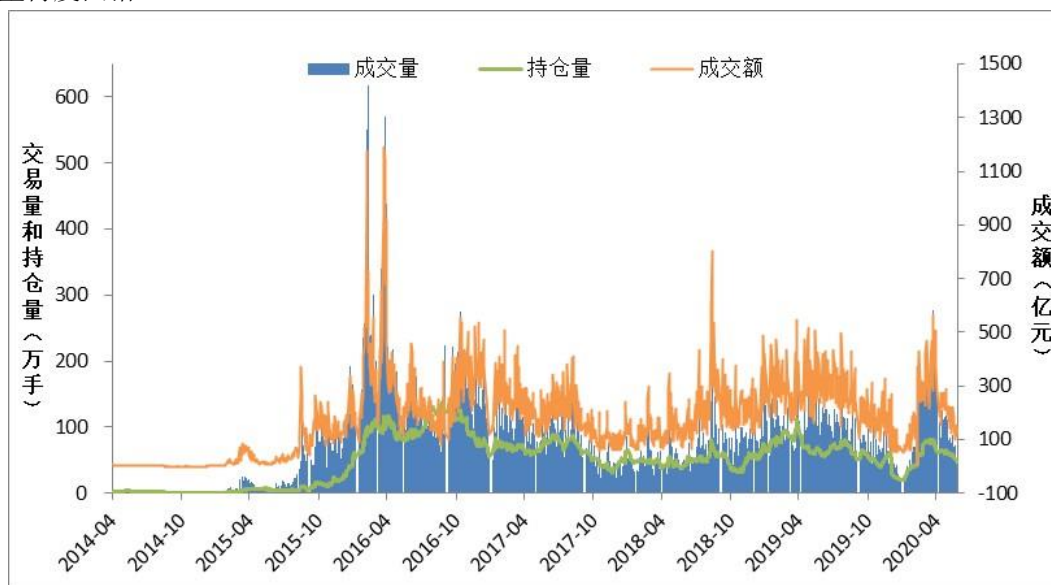


图 8-2：沥青价格季节性走势
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、沥青期货交易情况分析

国内沥青期货上市以来活跃度经历了不同的阶段，上市初期活跃度较低，2014 年交易量大幅萎缩，但自 2015 年下半年开始，沥青期货活跃度逐步提升，尤其是在 2016 年 3、4 月份活跃性达到上市以来的最高峰，日内最高成交量达到 616.88 万手，持仓量最高达到 117.25 万手，成交额最高达到 1191.8 亿元，但此后交易活跃度有所下降。通过对比发现，国内沥青期货交易活跃度与行情走势有着较强的关联性，往往在行情出现大涨大跌行情下，交易活跃度也会出现显著提升，这一点在 2015 年底-2016 年初表现的十分明显，而 2019 年下半年沥青交易活跃度下降一定程度上与成本端波动率下降有直接关系。而今年 3 月份以来，由于成本端波动剧烈，沥青盘面波动加剧，沥青期货交易量也随之经历了一波小高峰，但 6 月份以后，交易量再度回落。



请务必阅读最后重要事项

图 8-3：沥青期货成交量、持仓量及成交额

数据来源：Wind、方正中期研究院

第九部分 后市展望与操作建议

疫情过后，沥青供需逐步恢复，低库存推动了二季度炼厂持续提价的意愿。下半年沥青供应端将稳步增长，产能过剩问题依然严重，但在整体维持偏低的开工率水平下，沥青供需基本维持平衡。从需求端来看，“十三五”公路建成目标已经提前完成，2020 年没有建设压力，但在疫情冲击导致经济大幅走弱的背景下，基建投资作为逆周期调节工具叠加地方专项债持续发力，大环境利好公路建设。而原油价格预期重心会继续抬升将从成本端进一步支撑沥青走势。整体上，成本端及现货端均支持沥青价格向上运行。

综合来看，我们认为下半年沥青单边走势仍将以跟随原油为主，但整体表现会强于原油，预计三季度走势偏强，四季度高位震荡，下半年整体运行区间预计在 2500-3400 元/吨，操作上维持中长线多头思路，沥青需求企业可继续进行买入套期保值操作，建议近期逢低集中建仓。

附：沥青相关股票涨跌幅度

表：石油沥青相关股票及年度涨跌幅（截止 7 月初）

股票简称	股票代码	股票最新价格	股票年内涨跌（%）
华锦股份	000059. SZ	5.00	-13.94
国创高新	002377. SZ	4.09	2.60
华锦股份	000059. SZ	5.00	-13.94
龙洲股份	002682. SZ	4.19	-3.75
集泰股份	002909. SZ	9.66	20.74
宝利国际	300135. SZ	2.39	-9.81
森远股份	300210. SZ	3.64	6.43
冠农股份	600251. SH	6.60	20.88
浦东建设	600284. SH	7.00	12.71
中远海特	600428. SH	3.47	-7.22
宝丰能源	600989. SH	9.21	-0.09
宝泰隆	601011. SH	4.24	-5.99
中集集团	000039. SZ	8.19	-15.23
盐田港	000088. SZ	6.70	19.27
南京公用	000421. SZ	4.51	-0.44
粤高速 A	000429. SZ	7.68	-7.02
山东路桥	000498. SZ	5.43	17.94
湖南投资	000548. SZ	3.95	-5.73
城发环境	000885. SZ	11.48	5.86
现代投资	000900. SZ	4.09	-6.19
山大华特	000915. SZ	32.73	24.64
皖通科技	002331. SZ	11.92	20.77
国创高新	002377. SZ	4.09	2.60
新筑股份	002480. SZ	6.29	58.84
鸿路钢构	002541. SZ	26.49	151.66
宜昌交运	002627. SZ	5.86	0.00
成都路桥	002628. SZ	4.11	-12.34
金溢科技	002869. SZ	45.62	8.06
新疆交建	002941. SZ	15.54	-11.45
粤高速 B	200429. SZ	4.86	-22.61
宝利国际	300135. SZ	2.39	-9.81
海波重科	300517. SZ	18.10	19.71
皖通高速	600012. SH	5.57	-5.27
福建高速	600033. SH	2.81	-8.47

请务必阅读最后重要事项

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
