



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

顾双飞

gushuangfei@nawaa.com

0571-89727508

投资咨询证：Z0013611



南华期货研究 NFR

2020 商品一季度报告

石油沥青

黑暗中的一丝微光

摘要

2020年我们对需求端的预期依旧维持乐观，主要来自于专项债支撑的资金面的大幅纾困，基建端的超预期投放，稳定全年经济增长水平，但原油成本端的不确定预期将限制远月合约的反弹上限。在当前的原油供需格局下，沥青价格大概率处于1600-2000元/吨区间震荡。但倘若未来几大原油主产国达成新的减产协议，乐观预期沥青9月、12月的高点或能达到2500元/吨。因此对于远月合约我们依旧谨慎乐观，可考虑酌情轻仓介入多头。月差策略方面，我们自今年农历新年以来一直推荐的6-9反套，6-12反套头寸一季度大幅盈利，但未来若原油单边价格大幅上涨或同步缩窄当前量的Contango价差，反套头寸需要注意相应减仓，中长线继续持有。裂解策略方面，沥青近月合约受限于严重的去库压力，裂解价差或进一步调整，我们在3月13日推荐的做空2006合约沥青裂解价差的头寸目前已经不断扩大盈利，当前各地逐渐进入雨季影响下游消费，沥青本身供需结构依旧不容乐观，但同样需要警惕原油在当前点位的小幅反弹导致裂解回落，裂解空头中长线可继续持有。

风险点：疫情失控引发全球经济衰退原油大跌，基建投放不及预期

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 第 1 章 石油沥青一季度行情回顾 | 3 |
| 第 2 章 库存依旧压力山大，现货及近月价格继续承压 | 4 |
| 2.1 社库厂库库存全面飙涨，下游需求恢复缓慢 | 4 |
| 2.2 炼厂表观利润极佳，有价无市或有变数 | 5 |
| 第 3 章 资金纾困需求，供给弹性限制反弹高度 | 6 |
| 3.1 大幅增长的专线债资金驰援需求恢复 | 6 |
| 3.2 供给弹性依旧较大，产能余量很足 | 7 |
| 3.3 成本端预期主导单边走势，需求端预期主导裂解走势 | 8 |
| 第 4 章 策略建议 | 9 |
| 免责声明 | 10 |

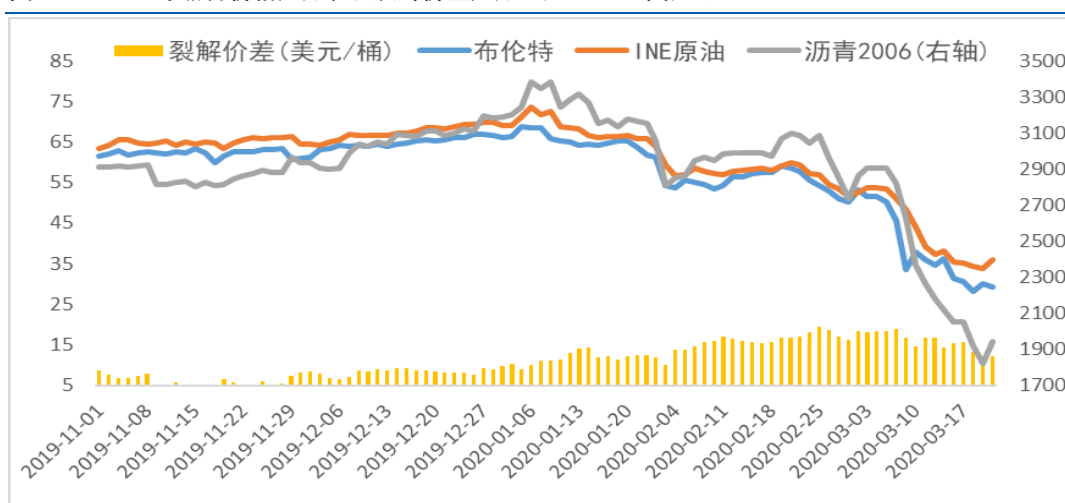
图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1.1: 2019 年沥青价格走势以及裂解价差走势(元/吨)(美元/桶) | 3 |
| 图 1.2: 沥青 2006-2009 月差价格走势(元/吨) | 3 |
| 图 2.1: 沥青总样本社库库存率季节性 | 4 |
| 图 2.2: 国内沥青样本炼厂周度库存(万吨) | 4 |
| 图 2.3: 简单炼厂综合加工毛利(元/吨) | 5 |
| 图 2.4: 沥青主力裂解价差季节性(美元/桶) | 5 |
| 图 2.5: 2020 年 1-3 月中旬专项债投向构成 | 6 |
| 图 2.6: 2020 年 1-3 月中旬基建专项债投向构成 | 6 |
| 图 2.7: 交通运输产业债信用利差 VS 沥青社库库存率 | 6 |
| 图 2.8: 沥青炼厂有效产能(万吨)VS 炼厂开工率(%) | 7 |
| 图 2.9: 沥青国内表观消费量(万吨) | 7 |
| 图 3.1: 沥青 2020 年国内表观消费量预测(万吨) | 8 |

第 1 章 石油沥青一季度行情回顾

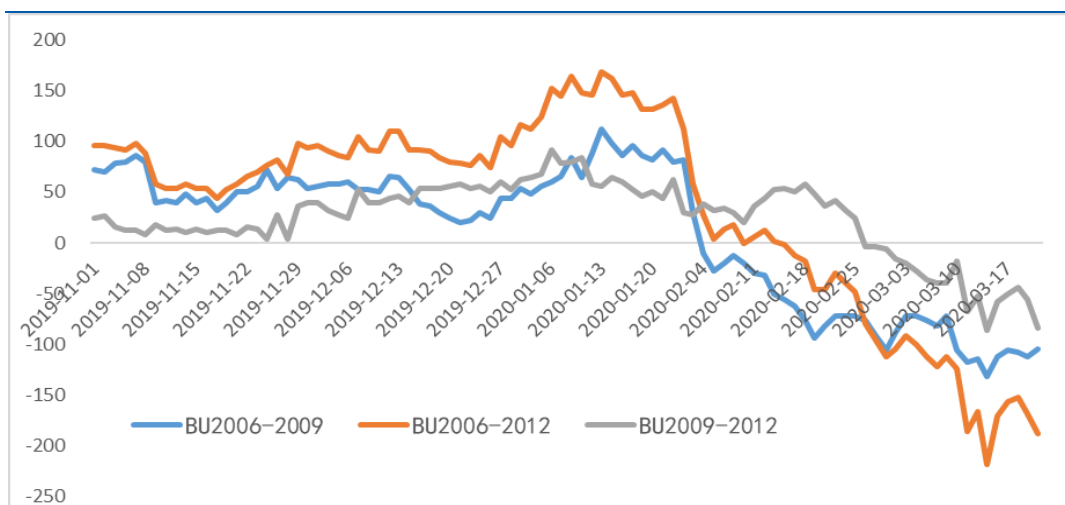
2020 年一季度的沥青价格走势，让去年年底追高囤货的贸易商和投资者叫苦不迭。究其原因，一方面去年年底对 2020 年沥青的需求预期打得太足，给了沥青裂解很高的乐观余量，炼厂沥青加工利润大幅好转，加足马力提高开工率。但自 2020 年农历新年以来，新冠疫情的在全球范围的蔓延、以及 OPEC+对减产的无作为甚至反向增产的价格战，让沥青面临了成本端崩塌和供需端严重失衡的双重冲击，单边价格大幅下跌，但裂解却依旧维持强势，一方面全球疫情冲击对原油的影响相对更甚，另一方面国内对基建需求的大幅修复给了裂解价差一定的乐观余量。

图 1.1：2019 年沥青价格走势以及裂解价差走势（元/吨）（美元/桶）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2：沥青 2006-2009 月差价格走势（元/吨）



数据来源：Wind 南华研究

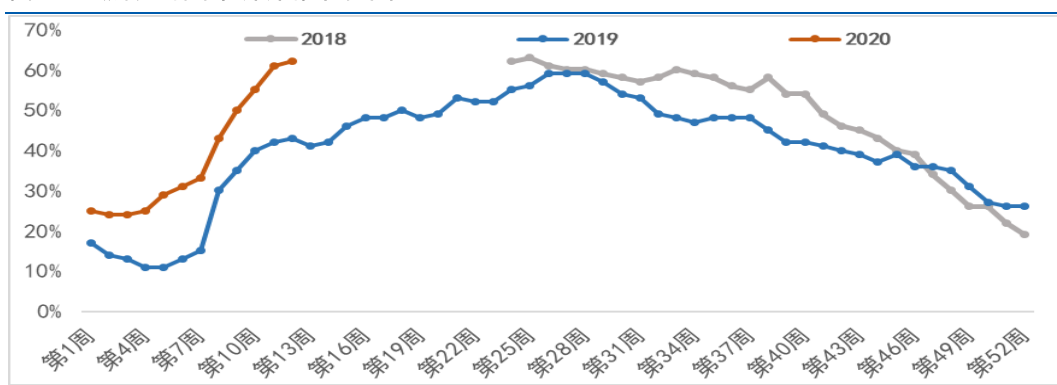
同样的，基于沥青现货高企的库存压力（因新冠疫情导致下游需求恢复延误、进一步恶化了去库周期速度），沥青 2006-2009 价差、2006-2012 价差，自农历新年以来就一路走低，价差由 Back 结构转向了深度 Contango 结构，这个头寸亦是我们在一季度策略报告中不断提及并盈利的交易策略。不过后期沥青月间价差的走低，也有跟随成本端原油月间价差 Contango 结构不断深化的因素。

第 2 章 库存依旧压力山大，现货及近月价格继续承压

2.1 社库厂库库存全面飙涨，下游需求恢复缓慢

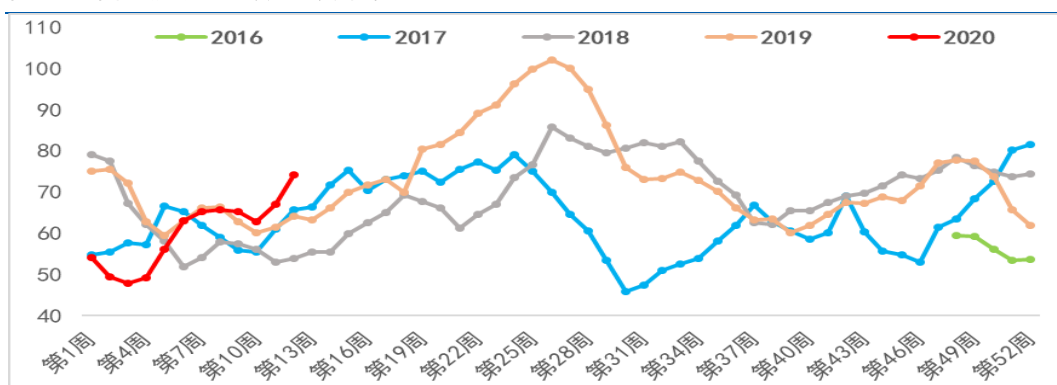
其实对于今年下半年下游需求的大幅修复，我们依旧持乐观态度。但也正是这样的预期，导致在去年农历春节以前在盘面上裂解预期就打得很足，我们在当时的报告中也有提到投资者和贸易商抢跑的现象，即使当时沥青库存屡创新高，但其对原油的裂解价差却依旧不断走高。后随新冠疫情的发展，下游复工亦大幅延误，如今的库存压力变得更为夸张，山东、浙江、江苏等地的社库甚至已经全部占满，社库水平攀升到同期最高水平。

图 2.1：沥青总样本社库库存率季节性



数据来源：百川资讯 南华研究

图 2.2：国内沥青样本炼厂周度库存（万吨）

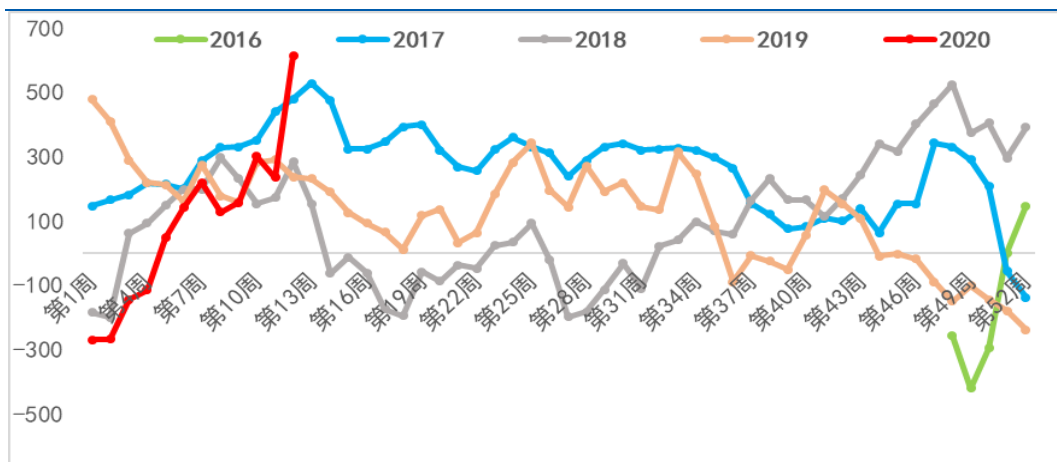


数据来源：百川资讯 南华研究

2.2 炼厂表现利润极佳，有价无市或有变数

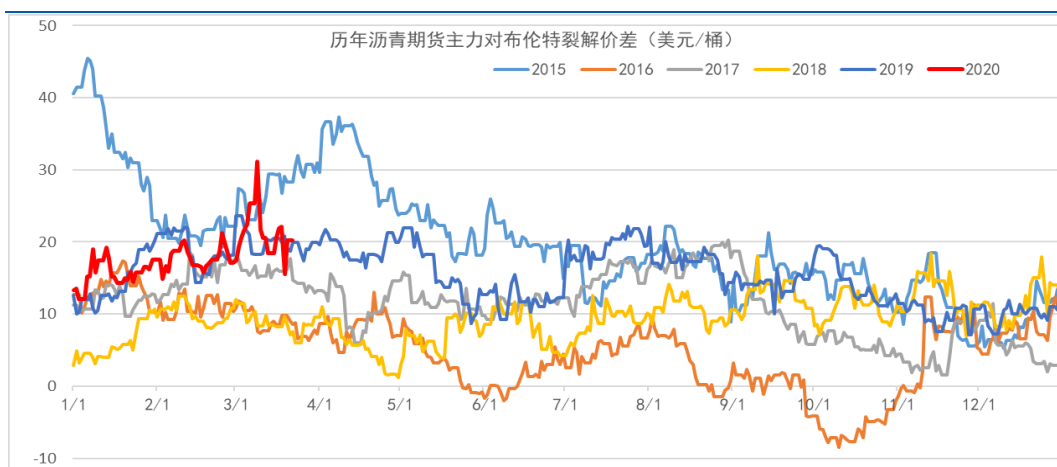
原油在一季度的大幅下跌让炼厂表现加工利润非常好。目前市场观望情绪较重，仅零星项目需求支撑炼厂出货，山东低端现货价格当前已经下探至 1850 元/吨一带（一些私下成交的合同价甚至更低），真实的加工利润或打折扣。而目前下游需求同样没有大幅启动以带动去库，施工启动缓慢，贸易商继续观望。

图 2.3：简单炼厂综合加工毛利（元/吨）



数据来源：百川资讯 南华研究

图 2.4：沥青主力裂解价差季节性（美元/桶）



数据来源：Wind 南华研究

从裂解差的历史走势看，过往几年季节性波动规律较为显著：2017 年以前，上半年市场都会给一个较为乐观的备货预期，裂解价差处于高位，而进入下半年裂解价差都会逐步走低。但进入 2018 年之后这样的规律也逐渐淡化，这和沥青质量提高，下游施工季延长也有一定的关系，在全国大部分地区沥青下游施工不再局限于严格的温度标准。

另外，我们在 3 月 13 日的策略报告《沥青现货依旧压力山大，抄底尚早需谨慎》文章提示可以尝试逢高做空沥青裂解价差，彼时国内沥青对布伦特裂解价差达到 30 美

元/桶的历史同期高位，目前兑现了部分利润。我们预计在当前高企的社库库存压力之下，下游需求恢复缓慢，裂解差或有进一步回调的可能。

第 3 章 资金纾困需求，供给弹性限制反弹高度

3.1 大幅增长的专线债资金驰援需求恢复

我们曾在去年年报中对 2020 年专项债给予了较高的预期，我们目前依然维持我们年报中的观点：今年的专项债增量将大幅改善前几年一直困扰的资金掣肘。截至到今年 3 月 19 日，2020 年发行的 10134.3 亿元专项债中有 85.3% 的比例投向了基建，在去年这个比例仅为 25%。从绝对数额上看，2020 年基建专项债的支持力度较 2019 年或提高 8000 亿以上的水平，将比 2019 年 5400 亿大幅增加，较 2018 年的 800 多亿的水平更是不可同日而语。而在投向基建的 85.3% 的专项债中有 32.5% 的比例投向了交通运输类项目（涉及轨道交通、收费公路等），占比最高。

图 2.5：2020 年 1-3 月中旬专项债投向构成

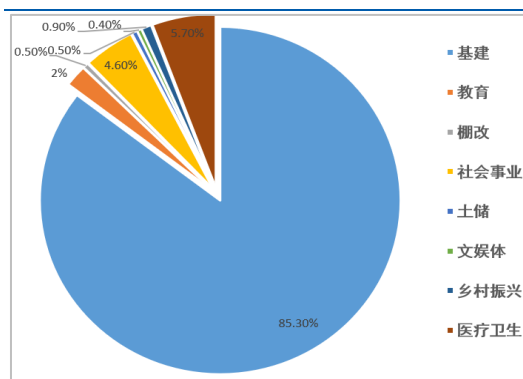
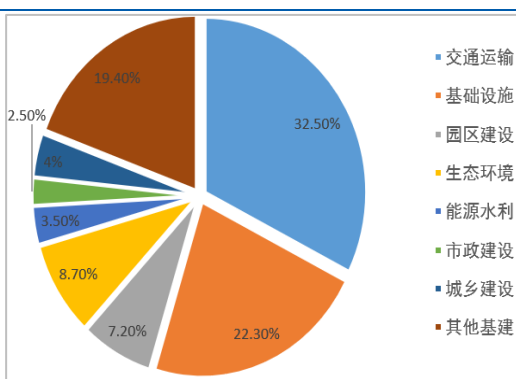


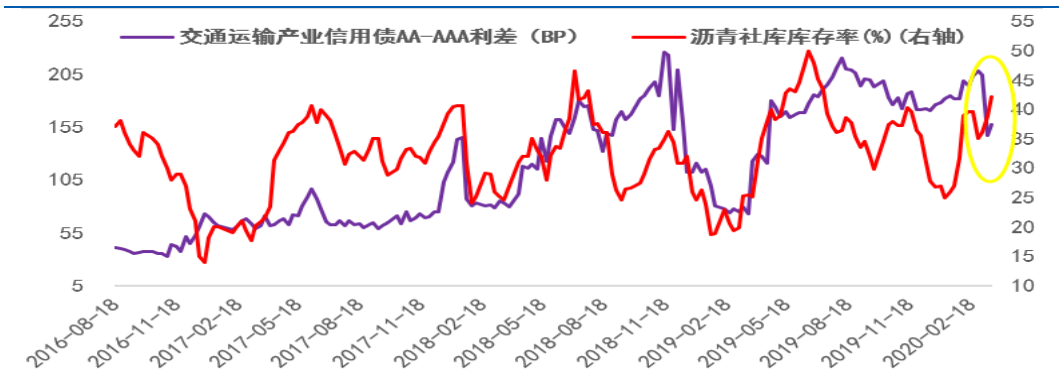
图 2.6：2020 年 1-3 月中旬基建专项债投向构成



数据来源：Wind 南华研究

另外，根据我们一直跟踪的交通运输产业债信用利差指标的走势，当前基建专项债的提前大额下发，以及国内总体偏宽松的货币环境，让一季度的信用利差有一定程度的调整，当前的宽松货币环境或逐渐推动下游的去库周期。

图 2.7：交通运输产业债信用利差 VS 沥青社库存率



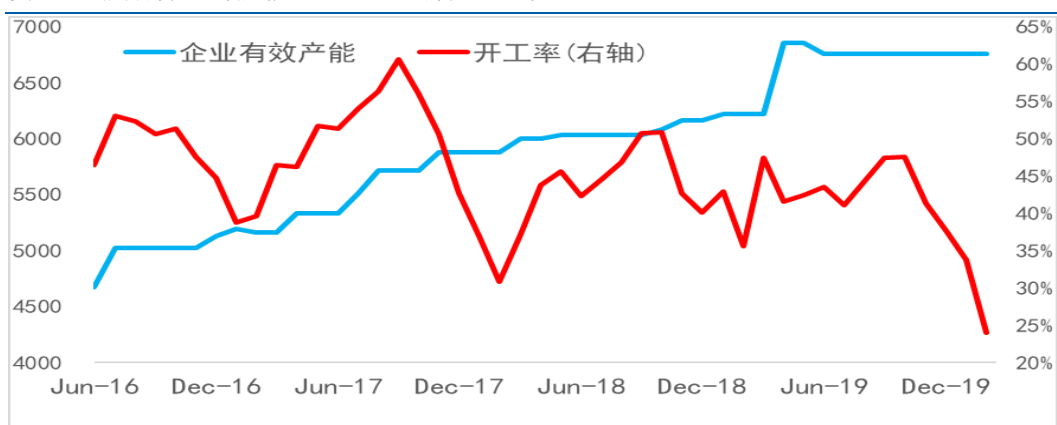
数据来源：Wind 南华研究

正如我们在之前的研究报告中一直提及，沥青的社库水平和当前的利差水平相关性极高，高企的利差也体现在下游的需求萎缩，导致社库水平上升。反之利差水平下降也进一步推动社库去库。目前利差水平已经不断下降，而社库水平还在上升，不排除未来社库转向的拐点逐步到来。

3.2 供给弹性依旧较大，产能余量很足

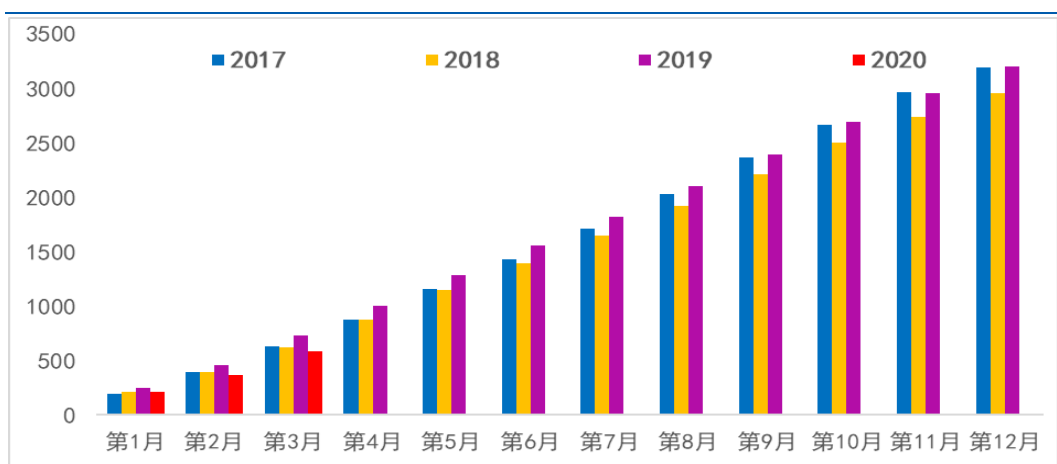
沥青产能利用率波动较大，产能余量很足。最近几年以来供给端的富余产能让沥青发生供需错配的情况极少发生，因此即使未来需求端亮点不断，供给端的产量释放或限制其大幅上涨的空间。

图 2.8：沥青炼厂有效产能（万吨）VS 炼厂开工率（%）



数据来源：百川资讯 南华研究

图 2.9：沥青国内表观消费量（万吨）



数据来源：百川资讯 南华研究

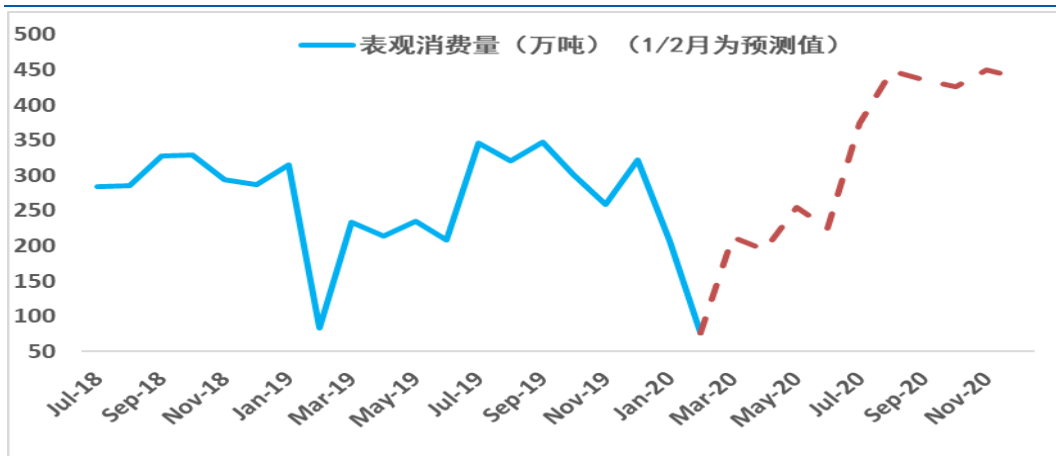
其实 2019 年的需求较 2018 年已经有了相当程度的好转。我们认为一方面也是 2019 年专项债的支持力度已经较 2018 年大幅增加（由 800 多亿增加到 5400 亿），舒缓了下游基建的资金掣肘状况。何奈产量的迅速增加，迅速抹平供需错配的机会，限制了沥青

的上涨幅度。这在我们在本章第一节的炼厂库存及库存率跟踪上亦有所体现。2018 年总体社库率水平高于 2019 年（最终被下游资金层面的限制导致需求端虎头蛇尾）。而 2019 年的需求大幅改善，社库水平下降，但新增库存转移到了炼厂，炼厂库存创历史新高，炼厂有充分的产能应对下游需求的增长，进一步限制了 2019 年沥青单边价格的涨幅。

3.3 成本端预期主导单边走势，需求端预期主导裂解走势

也正因为沥青在供应端的弹性很大，因此其发生供需错配的概率往往很低，大部分时候都是对于原油涨跌的预期主导沥青单边的价格走势。而前几年一直炒作的马瑞油供应的问题从去年以来亦越来越难以有持续的影响，行情往往仅持续两天时间就结束，体现国内炼厂对马瑞油的依赖程度也在逐步降低。而决定沥青绝对价格的另一个因素——裂解差，则更多体现在国内下游消费预期和原油价格预期的时空错配上。对于 2020 年的沥青裂解价差，首先我们如果定下这样的总体预期：随着专项债大规模的边际增长投放，以及全年宽松的货币政策预期，我们曾在年报中保守预估 2020 年全年的沥青消费量有望达到 3400 万吨左右，我们根据季节性走势，对后续几个月的表观消费做如下预测（1-3 月的消费损失量预期在后续几个月得到弥补）：

图 3.1：沥青 2020 年国内表观消费量预测（万吨）



数据来源：百川资讯 南华研究

基于我们对下半年沥青下游消费需求的报复性修复的预期，我们认为下半年的沥青裂解价差大幅调整的情况发生概率不大。预计对布伦特原油的裂解价差或维持在 15 美元/桶以上的区间运行。

但是在原油成本端 2020 年的不确定性依旧很大。本轮新冠疫情的冲击在海外或进一步严重扩大。即使各国央行极力释放流动性来对抗可能发生的经济衰退，但需求端的大幅萎缩已经实实在在地发生了，而原 OPEC+ 各个成员国短期对于不执行减产的态度依旧较为强硬，原油供需端的劈叉严重拉大。随着国外疫情的严重加剧，全球各大能源机构及投行逐级调低原油的需求预期，从增幅放缓，到增幅严重放缓，到需求衰退，甚至严重衰退的地步。花旗银行预计二季度原油均价约为 17 美元/桶甚至更低，同时预计

2020 年二季度原油需求将萎缩 1100 万桶/天，全年需求将萎缩 400 万桶/天，创历史纪录。也许这样的预测在当前看来有些许夸张，但其实在本轮疫情以前，全球经济经济增长已经疲态尽显，各国央行纷纷启动降息周期，在本轮疫情爆发后更是启动了无限制的 QE 计划，但效果依旧影响甚微。我们需要认真审慎地评价本轮疫情的后续影响，即使海外疫情出现了拐点，对实体经济的冲击影响或依旧较为深远，若未来出现全球各大原油主产国开始协商减产事宜以应对需求大幅萎缩的脚本（可能性很大），原油短期或有较大程度的反弹，但总的来说，需求端的萎缩、全球经济下行的阴云依旧笼罩，将进一步限制原油的反套空间，原油（布伦特）想要回到年前 40 美元以上的价格压力山大。由此按照偏乐观的 20 美元/桶的裂解计算，即使原油供应端减产达成，叠加乐观的下游需求预期，沥青远月（9 月、12 月）2500 元/吨的价格可能也是反弹的上限。近月 06 合约则依旧将负重前行。

第 4 章 策略建议

- 2020 年我们对需求端的预期依旧维持乐观，主要来自于专项债支撑的资金面的大幅纾困以及后半年为维持全年经济增长目标，基建端的超预期投放，但原油成本端的不确定预期将限制远月合约的反弹上限，我们偏乐观预期 9 月、12 月的高点或在 2500 元/吨，这是我们预期几大原油主产国未来会有新的减产协议达成的脚本，若布油价格在二季度维持在 25 美元低位，沥青价格雨季大概率在 1600-2000 元/吨之间震荡。但总体而言，对于远月合约，我们依旧谨慎乐观，若原油大幅下跌可以酌情轻仓介入多头。
- 裂解策略方面，沥青近月合约受限于严重的去库压力，裂解价差或进一步调整，我们在 3 月 13 日推荐的做空 2006 合约沥青裂解价差的头寸目前已经不断扩大盈利，当前各地逐渐进入雨季影响下游消费，沥青本身供需结构依旧不容乐观，但同样需要警惕原油在当前点位的小幅反弹导致裂解回落，裂解空头中长线继续持有。
- 月差策略方面，我们自今年农历新年以来一直推荐的 6-9 反套，6-12 反套头寸一季度大幅盈利，当前各地逐渐进入雨季影响下游消费，沥青近月价格依旧压力山大。但未来若原油单边价格大幅上涨或同步缩窄当前量的 Contango 价差，反套头寸需要注意相应减仓，中长线继续持有。

风险因素：疫情失控引发全球经济衰退原油大跌，基建投放不及预期

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