

沥青供需小幅改善，库存有望高位回落

观点概述：

受益于前期较低的原油价格，国内炼厂年初以来生产利润一直不错，但最近利润已经萎缩了近一半，预计到4月下旬，炼厂生产利润将受到挑战，因此，后期产量增加有限，更有可能复制2019年二季度的情况，季度总产量环比下降。

截止目前，国内沥青库存总量仍在持续上行，因此，当下的库存压力很大。后期等待供应端的减量以及需求端的增量来共同推动库存的去化。后期下游即将进入旺季，需求将呈现小幅改善。而要看到上游的减量，必须看到炼厂生产利润的扭转，或者与焦化利润之间的格局扭转，一旦出现扭转的拐点，短期切换的量也会比较大。但利润格局没有扭转之前，预计库存压力将使得沥青价格长期受抑制。

基于成本端的支撑，后期沥青下行空间有限，但因沥青绝对库存较高，后期还需等待炼厂利润压缩后或与焦化料的利润格局扭转后，供应端的减量叠加需求的逐步恢复，高库存格局才有望改善。因此，我们认为，沥青二季度价格或呈现先抑后扬的走势，建议把握阶段性的逢低买入机会，但因库存抑制，以及下半年产能释放较大，预计难以出现单边上涨走势。

策略建议及分析：

建议：谨慎偏多

风险：下游需求旺季不旺；国际油价持续大幅下挫

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

联系人

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

陆阳

☎ 021-60679369

✉ luyang@htfc.com

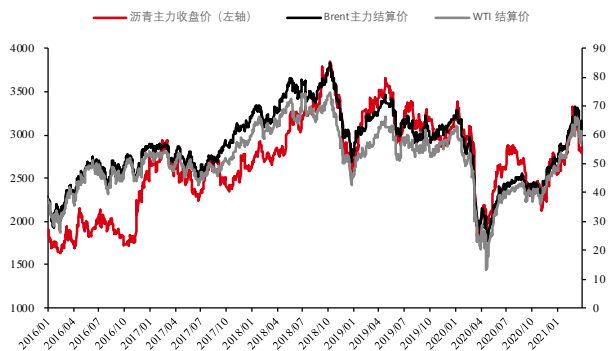
从业资格号：F3069180

成本端推升，沥青期价淡季抬升

今年初以来，沥青期货价格呈现先扬后抑的走势，1-2 月期间的支撑逻辑主要来自成本端，因沙特等石油主产国联合减产叠加海外疫情稳定之后市场对于后期需求回升的预期增强，以及市场通胀预期快速回升，共同推动原油价格大幅上涨，使得沥青成本端支撑效益明显，沥青期货价格也跟随大幅上扬。

年初沥青自身基本面并没有明显的亮点，仅仅是炼厂的库存压力不突出，造成现货在原油价格上涨之际仍然有推涨的动力。期间沥青自身因需求处于淡季，造成期间社会库存持续累积，产业供需矛盾也在逐步累积。因此，到了三月份，受益于前期大量购买的较低油价，国内炼厂利润大幅回升，激发上游生产加速，需求则仍未走出淡季，造成社会库存进一步累积。在原油价格回调之际，沥青上游炼厂锁定生产利润的套保行为下，带来国内交易所仓单大幅增加，使得期货盘面压力陡增，3 月份沥青期价迎来了一波较大幅度的下跌行情。目前随着盘面价格的一波回调之后，在原油价格没有大的供需矛盾下，价格趋于稳定，沥青后期的走势更多回归其自身基本面因素。

图 1：沥青主力与国际原油价格 单位：元/吨



数据来源：Wind 上期所 华泰期货研究院

图 2：沥青与国际原油比价 单位：美元/桶 比值(右)



数据来源：Wind 上期所 华泰期货研究院

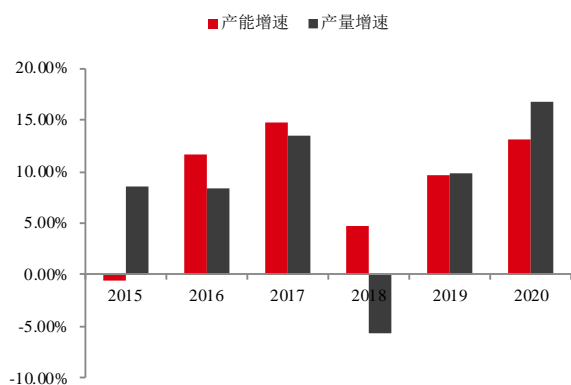
成本传导渐近，后期产量增加有限

下半年产能投放压力加大

据百川资讯最新统计数据，2021 年年初已经投产的装置主要有两套，一套是东方华龙 260 万吨的常减压装置年初已经投产，沥青月产量 7 万吨左右。另一套是凯意石化 300 万吨/年的常减压装置于 2021 年 1 月建成，3 月 20 日正式开车运行，沥青月产量有望达 15 万吨以上。后期还有两套装置投产，其中最近的一套是辽宁宝来在中海营口炼厂新建了两套常减压装置，4 月底将投产其中一套 150 万吨的常减压，8 月底将投产另外一套 350 万吨的常减压。鑫海化工 800 万吨/年的常减压装置将于 2021 年 5 月建成，届时原有的两套常减压装置（产能分别是 200 万吨和 350 万吨）计划全部生产沥青，沥青月产量有望在 20 万吨以上。

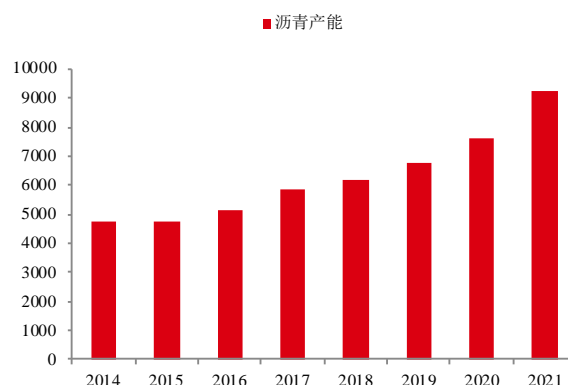
以上新投产装置都集中在地炼，地炼在去年四季度以来购进了较为充裕的原料，有利于其生产，但最终还是炼厂的生产效益决定其实际产量。由此，我们认为，随着炼厂利润后期的收缩预期以及新一轮投产集中在下半年，沥青下半年的供应压力较大。

图 3: 国内沥青产能增速及产量增速 单位: %



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 4: 国内沥青产能 单位: 万吨

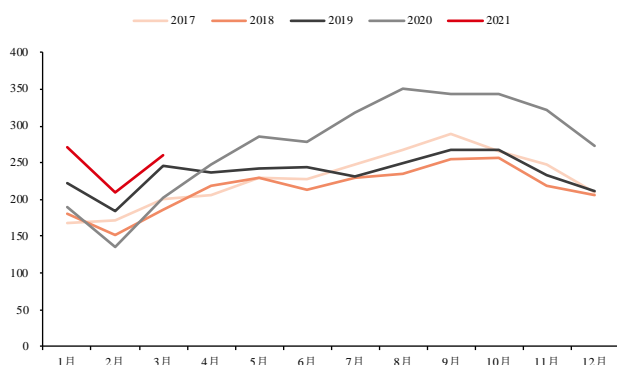


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

原料成本增加，后期炼厂利润有收窄预期

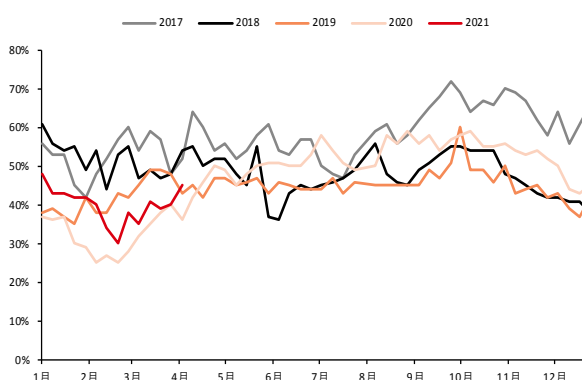
从沥青生产季节性来看，每年二季度产量呈现季节性回升态势。但今年受到原油价格波动的影响，产量的变动或更多依赖当下及后期的炼厂生产利润变动。因沥青原料船期大约在2个月左右，因此，当下受益于前期较低的原油价格，国内炼厂生产利润仍不错，但最近利润已经萎缩了近一半，预计到4月下旬，炼厂生产利润将受到挑战，因此，后期产量增加有限，更有可能复制2019年二季度的情况，季度总产量环比下降。

图 5: 国内沥青产量 单位: 万吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 6: 炼厂沥青装置开工率 单位: %

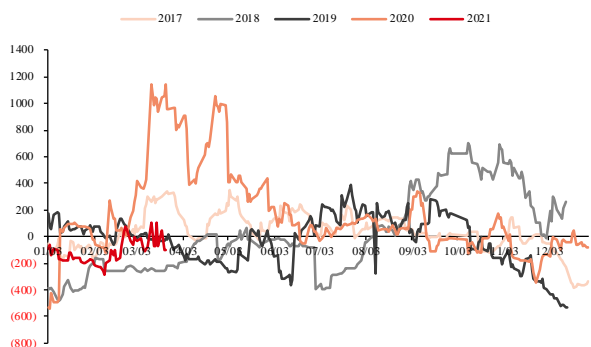


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

焦化利润后期有望得到改善

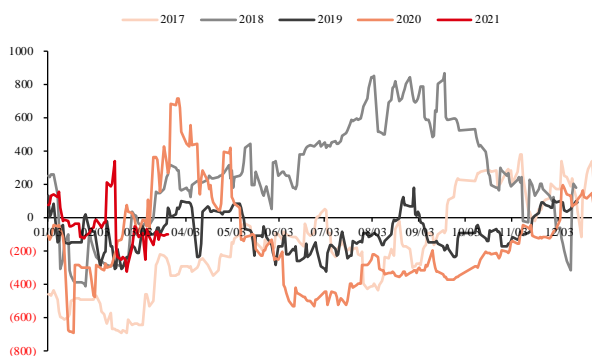
一季度焦化利润因海外疫情对于汽柴油需求抑制较大以及国内春节前后工业需求尚未恢复，焦化利润表现一直不理想。后期随着海外需求的恢复以及国内外夏季用油高峰期的到来，预计焦化利润将有所改善，4、5月如果焦化利润好转，则还存在转产的动力。

图 7: 山东炼厂综合生产利润 单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 8: 焦化利润 单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

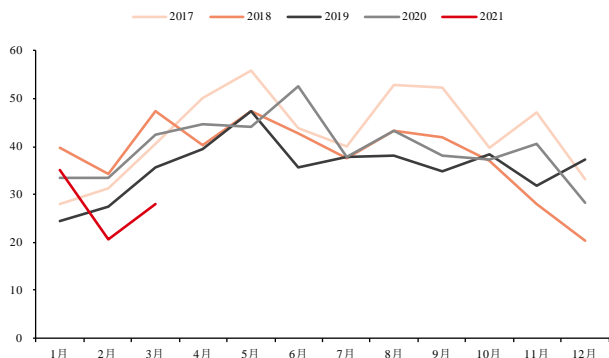
总结以上来看，随着原料成本的抬升，炼厂生产利润的收窄，预计4、5月份炼厂产量增幅或不及往年，短期供应端的压力有望缓解。

进口量季节性回升，原料或无隐忧

国内进口量来看，3月开始处于季节性回升期，因国内沥青进口量中超过一半来自韩国，二季度需重点关注韩国疫情对国内后期进口量或有的影响。但随着疫苗的上市，目前韩国疫情基本得到控制，出口或无明显影响，除非受到其他国家的疫情输入风险影响。二季度进口量有望呈现季节性回升。

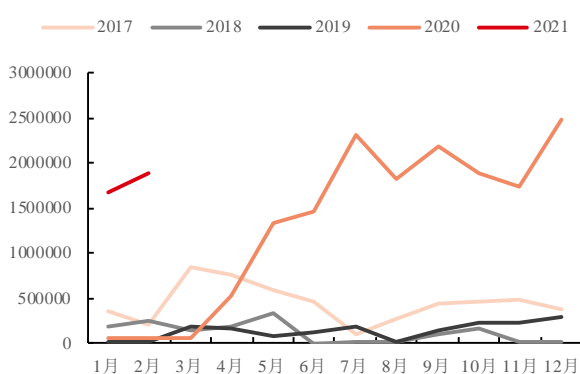
2020年因原油价格的大幅受挫，带来炼厂生产利润大幅回升，地炼因进口配额的限制，转而进口稀释沥青，带来稀释沥青进口量大幅井喷，该增长趋势一致延续到今年2月份，但绝对量已经有所回落。今年或随着国内石油进口量回落，地炼进口配额紧张的问题将得到缓解，稀释沥青的量也将有所回落。近些年的观察来看，在原油没有紧缺下，沥青原料难以出现紧缺的现象，即便在美国制裁委内瑞拉最严峻的时候，国内原料都是充裕的，且今年国内采购了大量的伊朗石油，后期原料暂无短缺的忧虑。

图 9: 国内沥青进口量 单位: 万吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 10: 稀释沥青进口量 单位: 吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

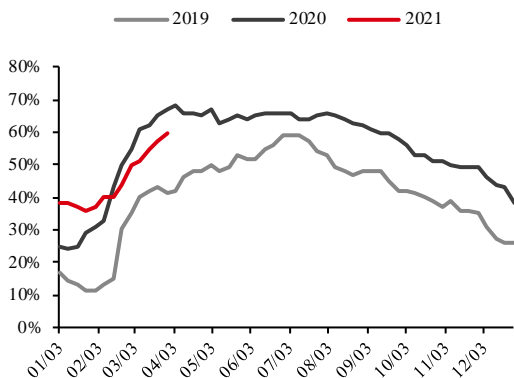
库存高企，后期有望小幅回落

炼厂库存回升，社会库存高企

当下沥青价格的最大压力主要来自绝对库存高企。今年 1 月下旬开始，受益于持续走低的原料价格，炼厂生产利润重新改善，其实就利润的绝对值来看，炼厂年初一直处于有利润的状态，从以上国内沥青的月度产量也可以看出，一季度因为炼厂利润不错，且利润在持续回升中，累计总产量同比增加明显，同时带来国内沥青库存的持续攀升。因去年四季度上游厂家去库明显，因此，今年初总体炼厂的库存压力并不明显，目前因为下游需求尚未跟进，较好的生产利润仍在持续吸引生产商继续生产，带来部分炼厂库存压力开始显现。目前国内炼厂总库存水平也已经接近近五年的高点位置。

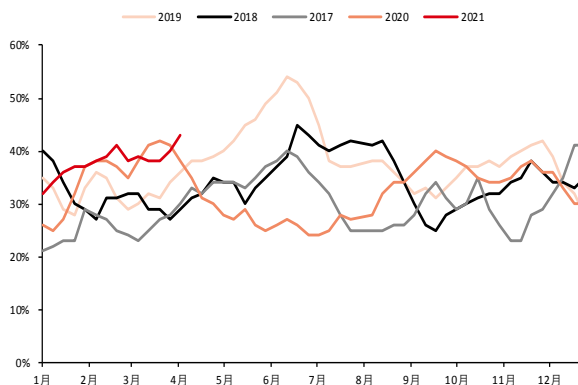
社会库存则处于持续回升周期中，目前社会库存率仅次于去年同期水平，已经大大超过 2019 年同期水平。就国内沥青库存总量来看，基于去年开始的大量产能投放，供应量增加明显，去年四季度开始，库存增长幅度已经很大，目前绝对库存水平已经是处于历史高位，大大超出近几年同期的库存量。

图 11: 沥青社会库存率 单位: %



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

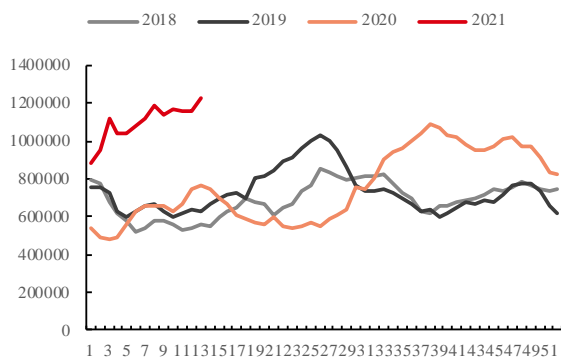
图 12: 炼厂库存率 单位: %



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

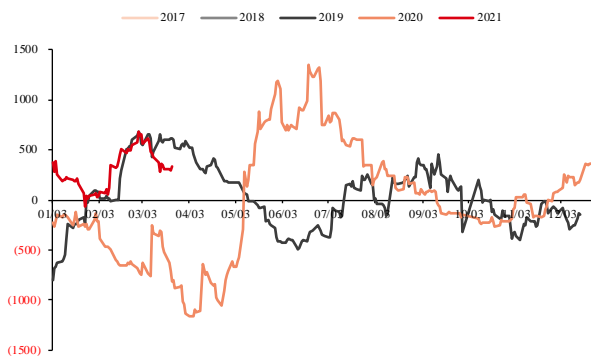
截止目前，国内沥青库存总量仍在持续上行，因此，当下的库存压力很大。后期等待供应端的减量以及需求端的增量来共同推动库存的去化。后期下游即将进入旺季，需求将呈现小幅改善。而要看到上游的减量，必须看到炼厂生产利润的扭转，或者与焦化利润之间的格局扭转，一旦出现扭转的拐点，我们从上文的产能变动描述中也可以看出，大部分的变动量集中在地炼手上，一旦利润压缩，短期切换的量也会比较大。但利润格局没有扭转之前，预计库存压力将使得沥青价格长期受抑制。

图 13: 沥青库存总量 单位: 吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 14: 原料滞后两月的炼厂毛利 单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

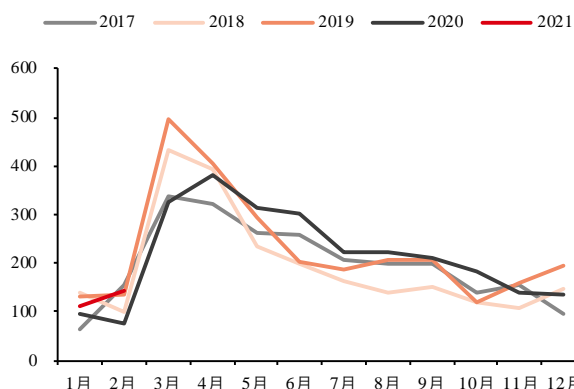
需求逐步回升，短期回升有限

从季节性来看，二季度需求将呈现逐步恢复的态势，但前期回升有限，主要因 4 月份是南方的传统雨季，而北方需求尚未完全释放，因此，4 月份需求跟进或有限，而 5 月份随着天气好转，需求将逐步恢复。从各区域的基差季节性来看，也可以反映出需求的变化规律，一般华东 4-5 月会迎来基差的低点，6 月逐步恢复，东北区域也基本在 6 月前后迎来阶段性基差高点。

从国内摊铺机销量来看，2019 年一季度是近几年摊铺机销售最好的年份。受国内复工复产带动，去年二季度后，摊铺机销量明显好转。2021 年前两个月的摊铺机销量同比不错，预示着后期道路需求仍较为旺盛。

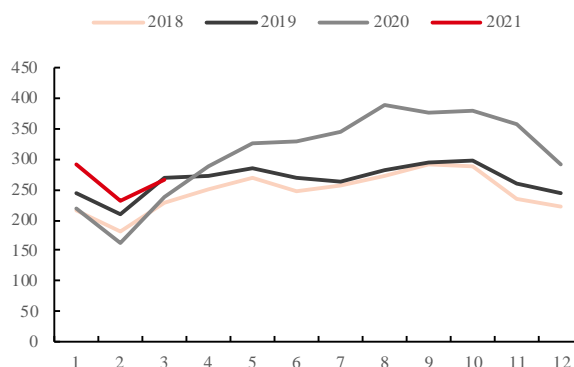
2021 年需求的亮点或在于去年受疫情影响，尚未开展的公路施工工程或将延续到今年进行。同时，2021 年是“十四五”规划的第一年，通常每个五年的第一年都是沥青需求小年，且“十四五”期间，我国公路建设仍有发展空间，公路网中沥青路面的占比预计将会有较大提高，全国公路养护需求加速上升，且环比保持一定增长，为每年道路沥青需求的增长带来稳定支撑。但 2021 年会不会有地方政府财力减弱，地方财政对公路建设支持能力下降等风险出现也是不可测的。

图 15: 摊铺机销量 单位: 台



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 国内沥青总需求 单位: 吨



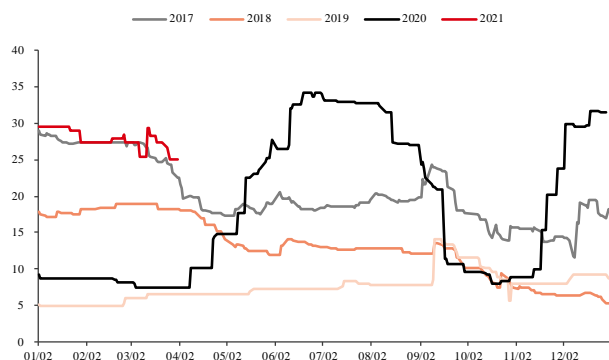
数据来源: Wind 华泰期货研究院

生产利润回落, 产业套保陆续离场

3 月份沥青的这波下挫主要是产业套保逻辑, 随着炼厂利润的持续增加, 我们看到交易所库存也在持续增加, 说明上游炼厂在加大生产的同时, 入场期货盘面进行锁定生产利润的套保行为。因此, 随着期货库存的持续增加, 矛盾也在逐步累积, 在原油回调之际, 沥青也迎来一波回调。后期如果基差维持相对偏强的走势, 且炼厂利润持续压缩, 则会带来套保盘的离场, 盘面压力将逐步减缓。

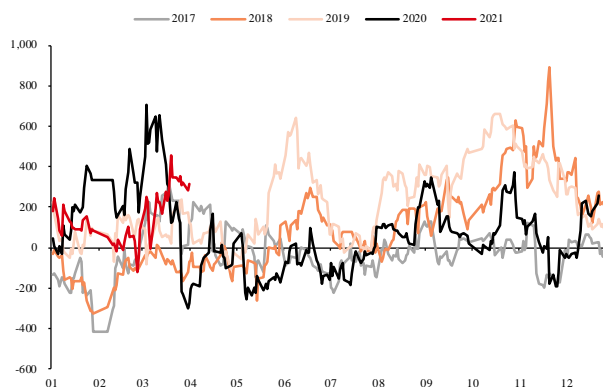
另外, 基于原油二季度欧佩克国家仍有减产意愿, 需求逐步恢复下, 供需仍表现不错, 假如后期原油价格维持在 60 美元/桶, 按照成本测算, 沥青价格将在 2800 元/吨一线。因此沥青下方的成本支撑仍较强。

图 17: 交易所仓单 单位: 台



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 华东基差季节性 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

后期价格展望

基于成本端的支撑，后期沥青下行空间有限，但因沥青绝对库存较高，后期还需等待炼厂利润压缩后或与焦化料的利润格局扭转后，供应端的减量叠加需求的逐步恢复，高库存格局才有望改善，因此，我们认为，二季度价格或呈现先抑后扬的走势，建议把握阶段性的逢低买入机会，但因库存抑制，以及下半年产能释放较大，预计难以出现单边上涨走势。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com