

成本推动下的沥青还能走多远？

www.hongyuanqh.com

朱子悦 (F303770 Z0014811)

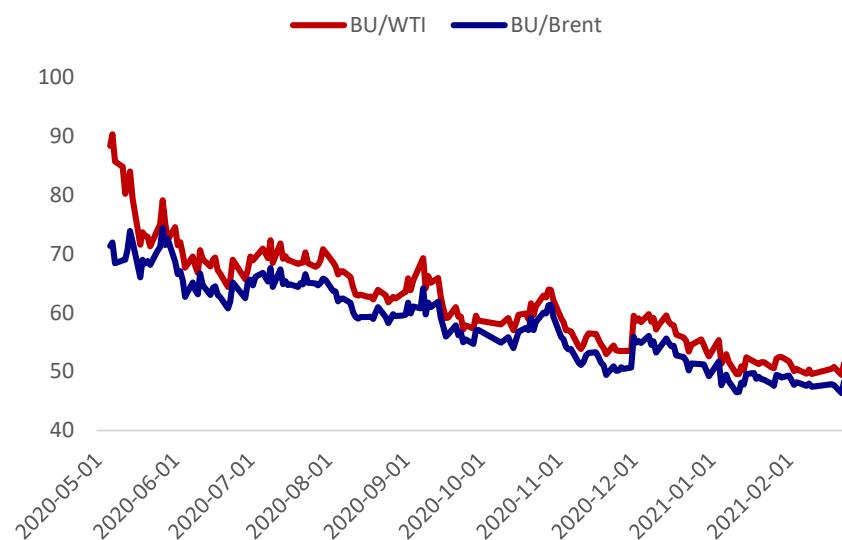
Tel: (010-82292661)

Email: zhuziyue@swyhsc.com



21年油价推动沥青进一步上涨

1. 油价上涨带动沥青上行
2. 但沥青自身基本面仍面临压力（炼厂库存超季节性累积、冬储需求不及预期），因此沥青/原油比值走弱



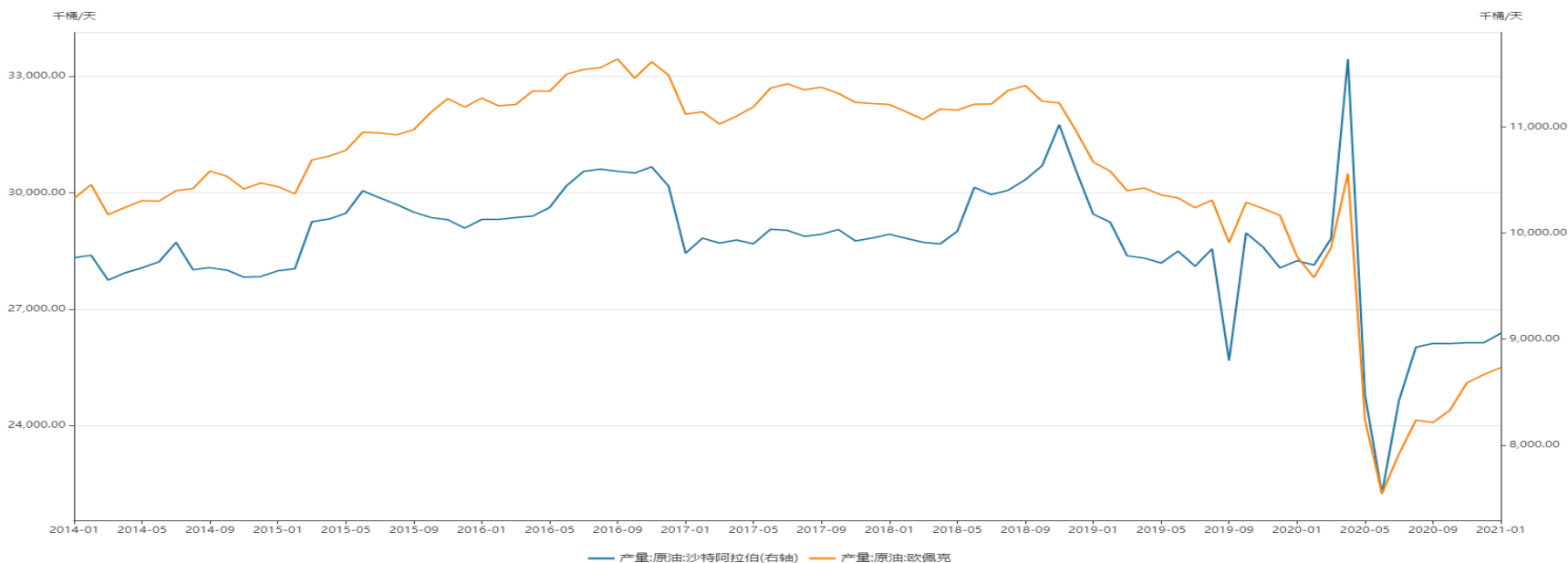
近期油价上涨的原因

1. **供应紧缩延续：**OPEC+维持减产，且沙特2、3月额外减产，美国因极寒天气产量出现大规模缩减；
2. **OPEC中长期供给策略变化：**拜登推行清洁能源并限制页岩油生产，对于OPEC市场份额威胁降低，OPEC对于油价干预更积极；
3. **需求复苏预期强劲：**群体免疫预期抬升，原油需求恢复预期增强；
4. **宏观情绪向好：**美国第三轮财政刺激预期以及再通胀交易令海外市场再迎Risk On模式。

油价上涨途中不轻言顶部

一、Q2增产已成定局，关注3月会议结果

- 当前油价已进入OPEC国家的舒适区间，3月后沙特继续大幅减产可能性较低；
- 倾向于4月开始温和增产，市场普遍预期4月协议内增产50万桶/日或是大概率事件，重点需关注沙特100万桶/日超额减产的退出节奏；
- 1月，OPEC产量2559.6万桶/日，沙特产量905万桶/日，分别恢复至疫情前同期水平的90%和93%，若沙特4月退出额外减产产量，那么按照当前的需求恢复速度，2季度全球的平衡格局将由去库转为累库，供应压力会有所增加。

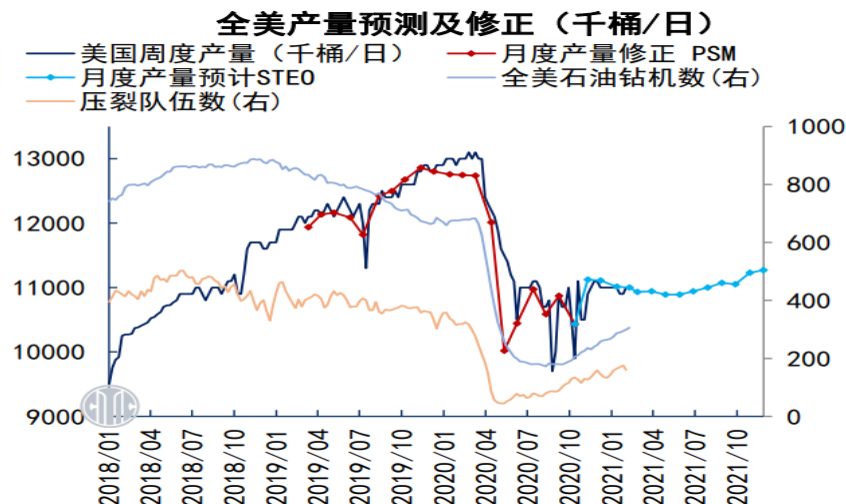
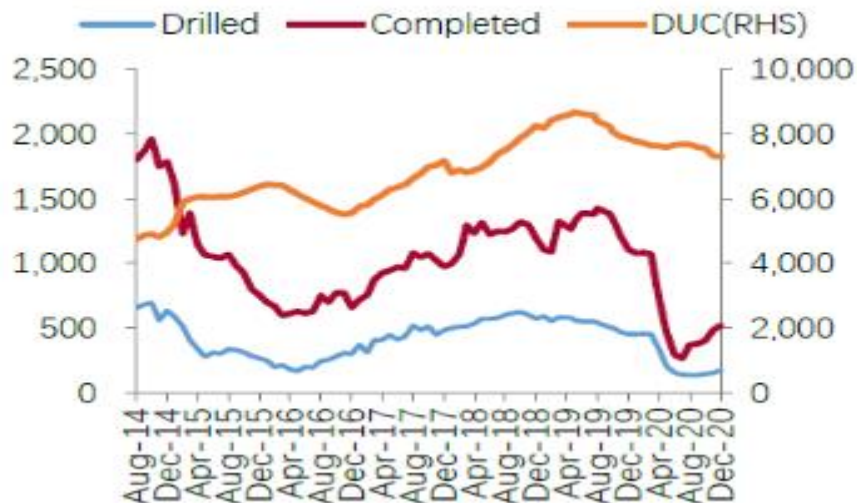


油价上涨途中不轻言顶部

二、页岩油复苏之路仍漫长，OPEC市场话语权增加

1. 页岩油前景尚未看见光明

- 由于疫情冲击，页岩油投资者更加关注现金流健康，因此在疫情后我们看到完井数恢复显著快于钻井数，表明经营现金流的修复优先支持还债，而非增加打井。
- “绿色化”趋势下全球能源巨头们主动增加绿色能源资本开支比例，对页岩油长期生产产生影响。
- 美国产量的明显增长更倾向于在下半年。



油价上涨途中不轻言顶部

二、页岩油复苏之路仍漫长，OPEC市场话语权增加

2. OPEC市场话语权增加，对油价影响力增强

- 因页岩油面临窘境、短期难以增长，OPEC市场份额将在相当一段时间保持稳中有升的格局，因此沙特的优势策略变成维持甚至扩大减产力度、维护减产成果，且未来OPEC对于油价的影响力扩大。

图 5: OPEC 与非 OPEC 市场份额变化

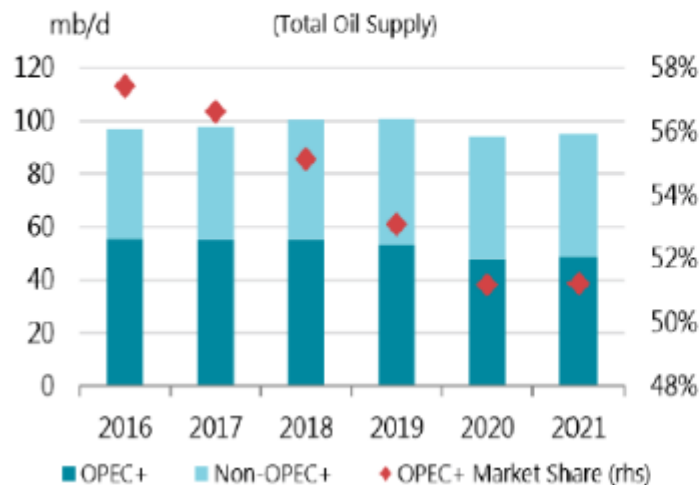
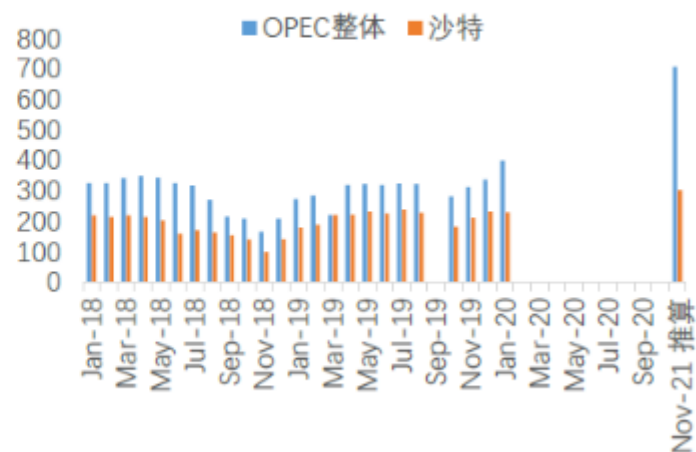


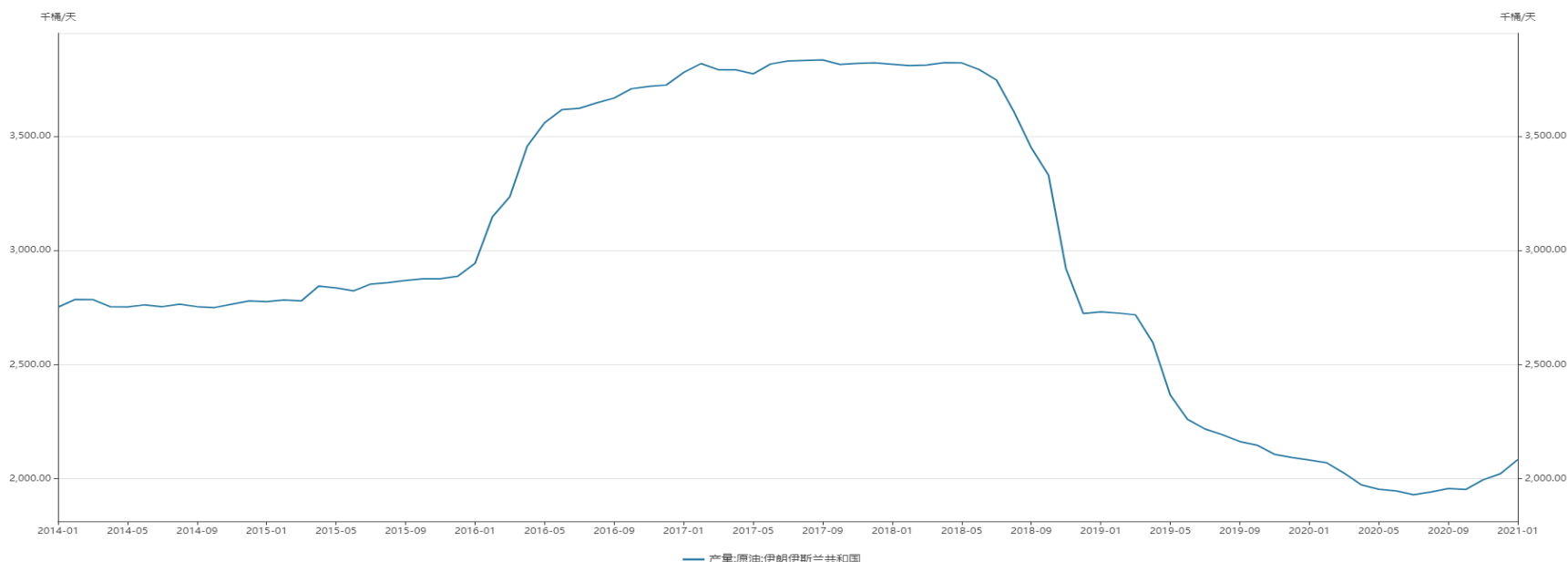
图 6: OPEC 剩余产能 (百万桶/天)



油价上涨途中不轻言顶部

三、短期伊朗难重回供应版图，但中期影响不可忽视

- 近期美伊关系缓和的可能性成为市场关注重点，目前来看短期内美国重新加入原有框架下的伊核协议并停止制裁伊朗的概率不大。
- 从2015年伊核协议的交易路径来看，虽然伊朗近200万桶/日的恢复时间需要半年，但自宣布协议达成起市场便开始快速进行定价，若美国对伊朗制裁的放松坐实，需及时调整交易思路。

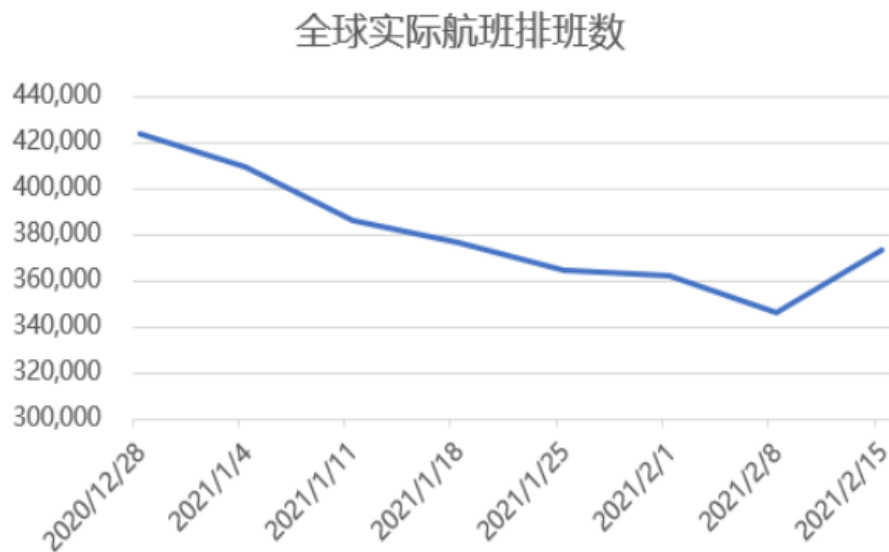
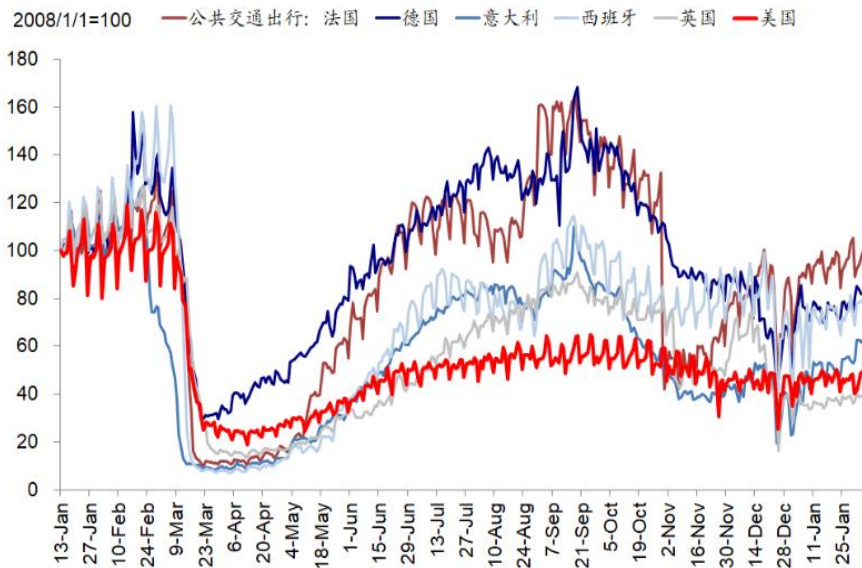


油价上涨途中不轻言顶部

四、需求复苏预期继续高歌猛进

1. 疫苗接种超预期，出行持续回升、航空触底

- 近日欧美新冠的新增人数均呈下降趋势，疫苗的接种速度也有了较为快速的推进。英国预计3月8日实行第一阶段解封，届时需求会有进一步复苏的表现。
- 欧美出行需求持续回升，国际航煤需求触底，复苏斜率关注疫情进展，预计开春后，国内航班情况复苏加快。

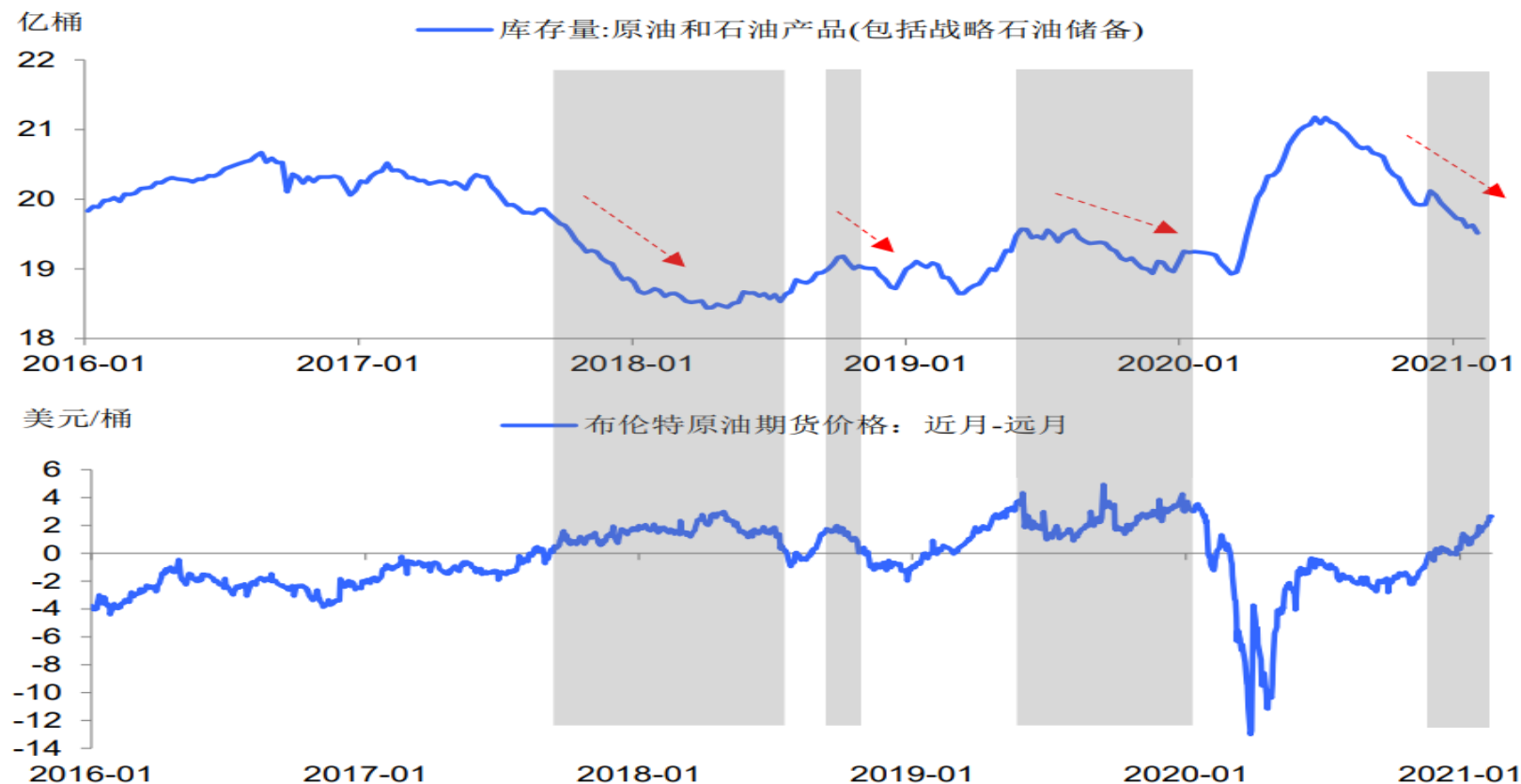


油价上涨途中不轻言顶部

四、需求复苏预期继续高歌猛进

2. Back结构下，原油库存去化将持续

图 2：历史上油价的每一轮贴水均伴随着全球原油库存的下降



油价上涨途中不轻言顶部

四、需求复苏预期继续高歌猛进

3. 全球库存压力持续缓解

美国商业原油库存（千桶）

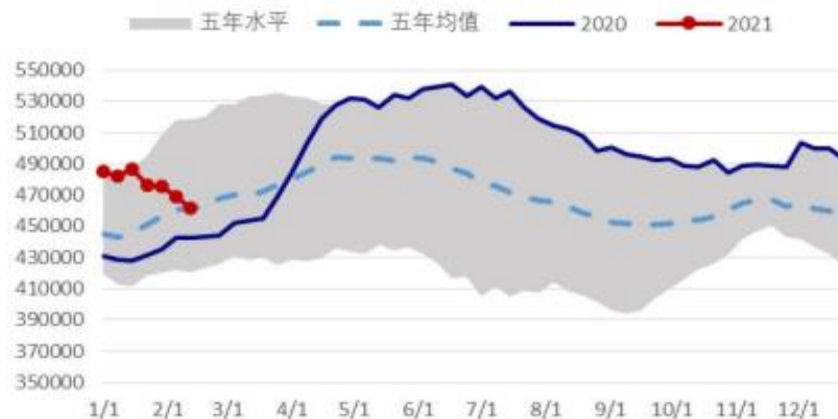


图 11: 全球原油浮式库存

单位: 千桶



Graph 9 - 1: OECD commercial oil stocks



Sources: Argus, EIA, Euroilstock, IEA, METI and OPEC.

油价上涨途中不轻言顶部

四、需求复苏预期继续高歌猛进

4. 全球炼油毛利持续回升

Nymex汽油-ICE Brent裂解价差(美元/桶)



Nymex汽油-WTI原油裂解价差(美元/桶)



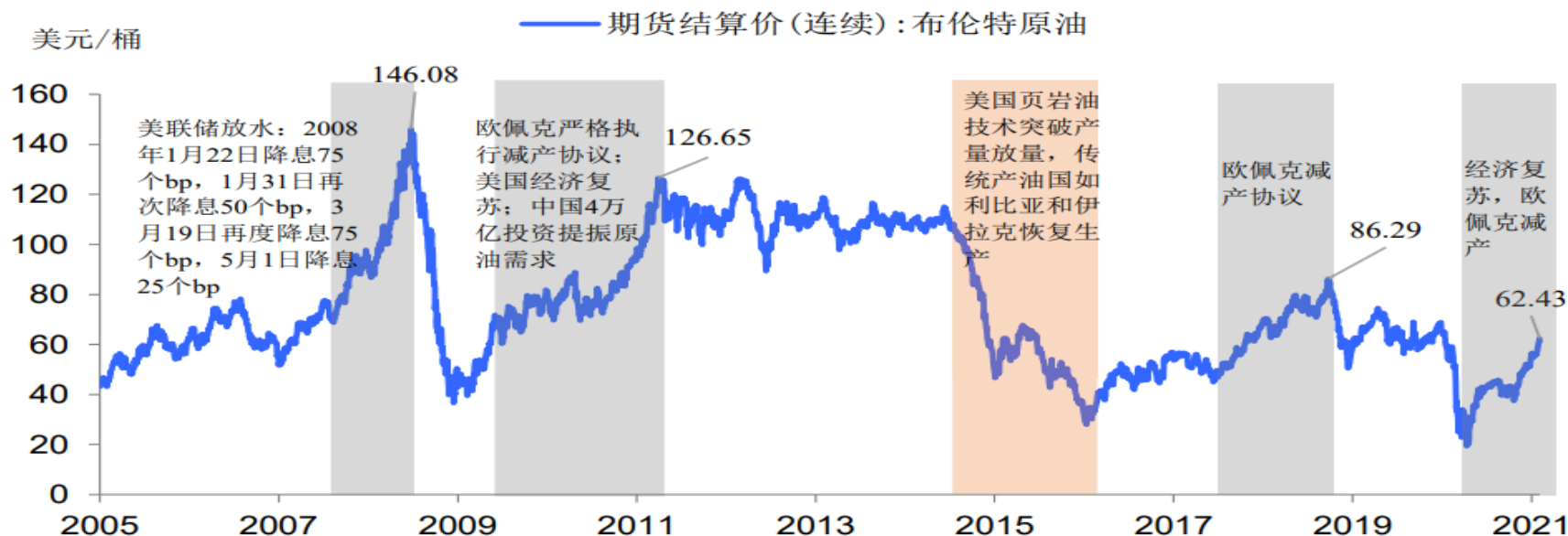
Nymex柴油-WTI原油裂解价差(美元/桶)



油价上涨途中不轻言顶部

五、油价一旦开启涨势，涨幅往往超出市场预期

- 2009-2011年源于欧佩克严格执行减产协议、美国经济复苏、中国4万亿刺激带动原油需求，布伦特油价在2009年5月突破60美元/桶，随后两年又翻了一倍，最高上涨至127美元/桶。
- 2018-2019年欧佩克减产协议执行持续超预期，布伦特油价在2017年10月突破60美元/桶，而后一年继续上涨，同期叠加特朗普政府单方面强行退出伊朗核协议，在2018年10月升至86美元/桶。

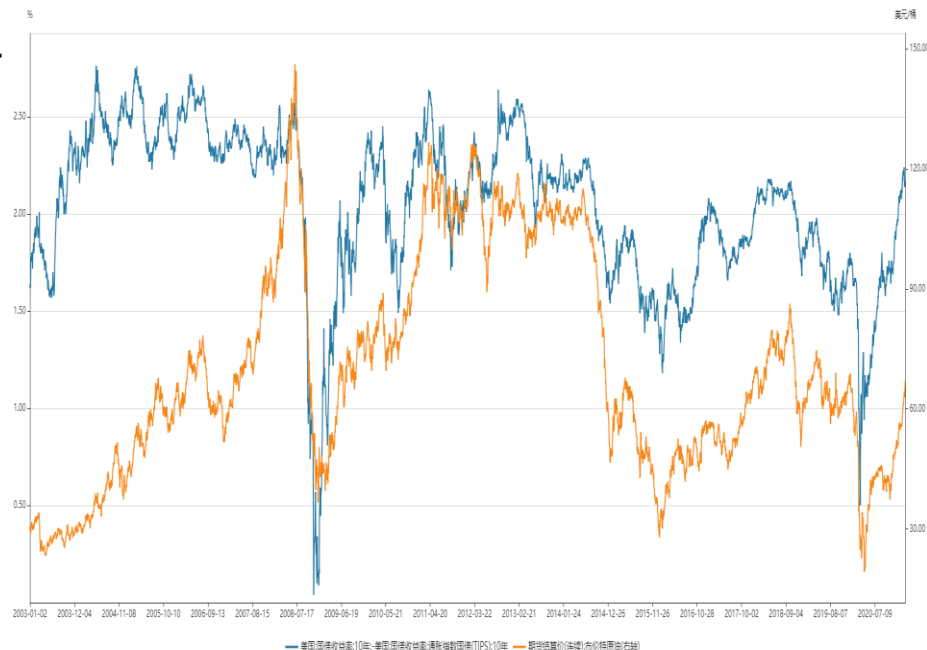
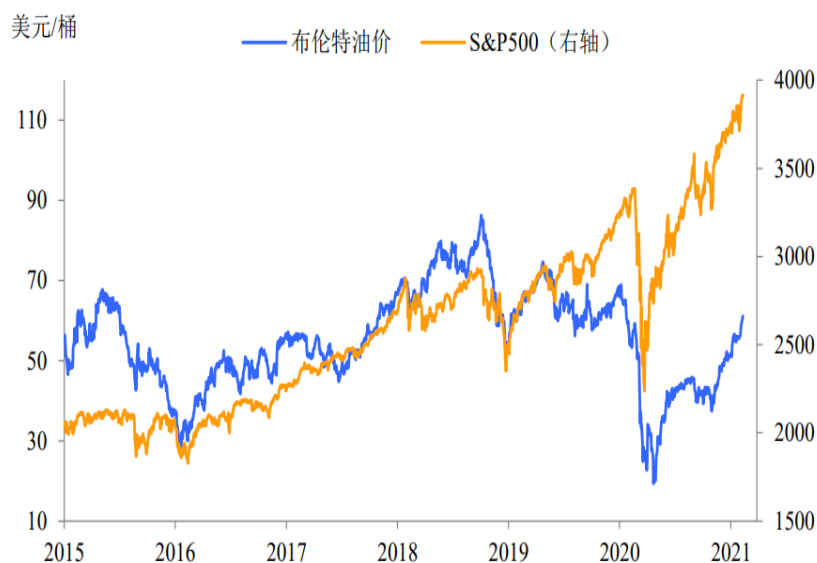


油价上涨途中不轻言顶部

六、发达经济体实现群体免疫前后或有一波调整

- 首先，发达经济体实现群体免疫之际大概率就是**原油需求端基本面瑕疵暴露**之时。
- 其次，群体免疫后美国政策重心转向缩小贫富差距，**财政及货币政策或将转向**，股债或齐跌，风险偏好和流动性环境转差大概率也将对原油价格形成掣肘。

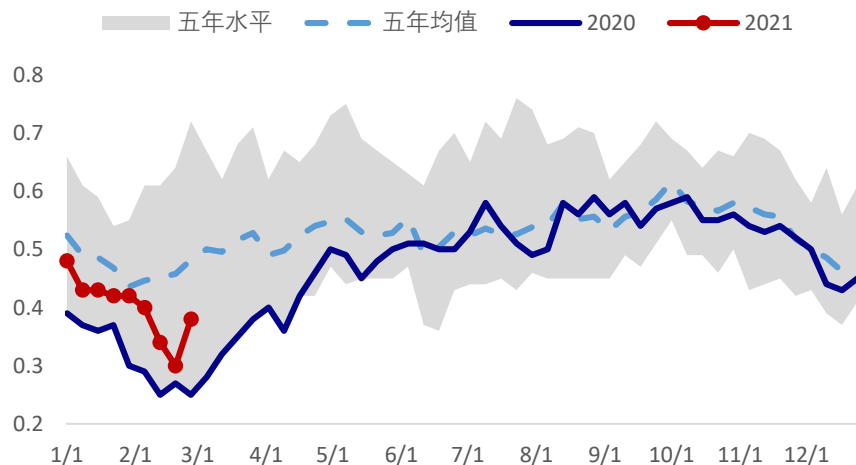
图 4: 美股与原油价格走势较为一致



低利润沥青开工率大幅回升空间有限

- 截至2月底，沥青炼厂开工率38%，同比大幅抬升。
- 根据3月排产信息，预计3月沥青产量约253.3万吨，环比增长16.4%，同比增长22.5%。
- 炼厂利润低位、基差低位，炼厂开工积极性不高，大幅提升开工概率较小。

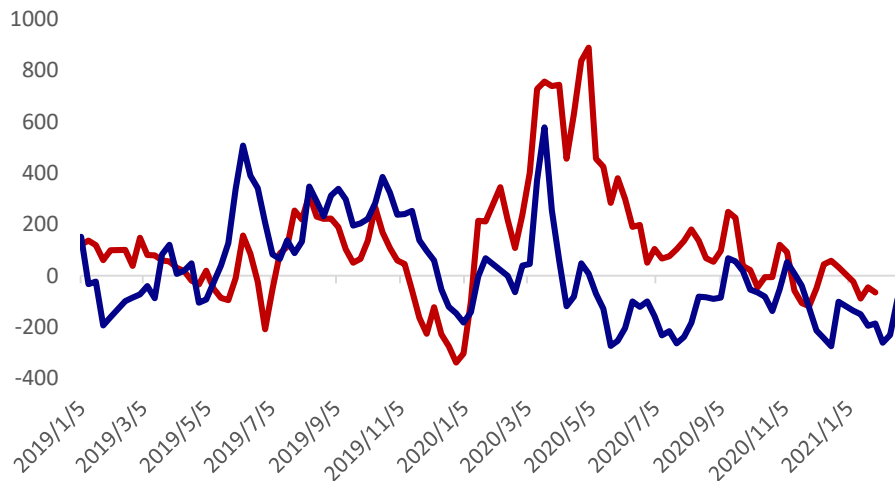
炼厂开工率



马瑞油生产利润（增值税+消费税，元/吨）



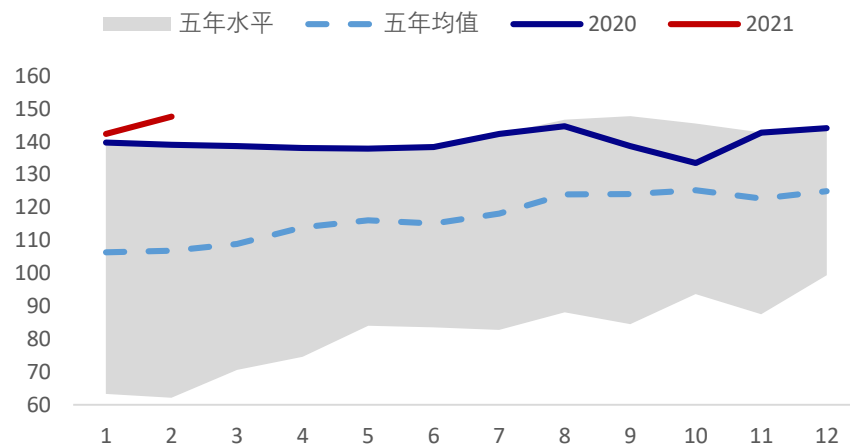
沥青综合利润 山东基差



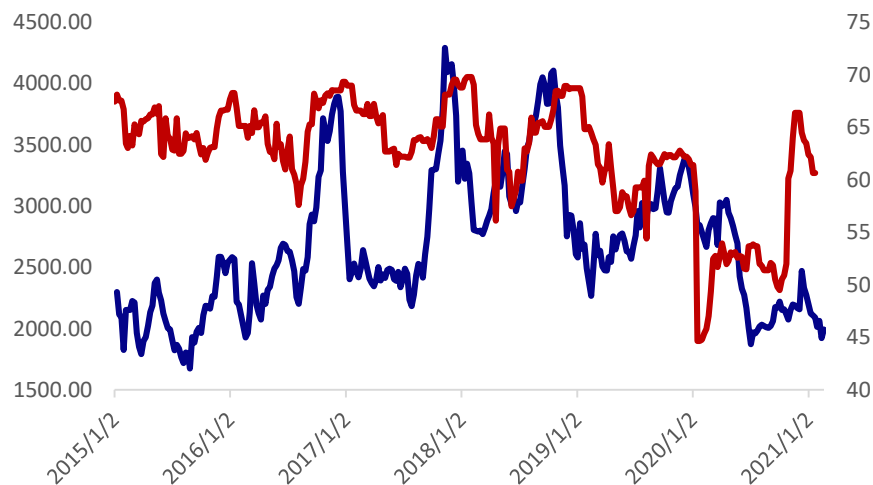
柴油弱势下焦化开工率或走弱

- 山东柴油-沥青价差持续走弱，显示柴油价格偏弱。
- 地炼柴油库存处于5年来历史高位，且柴油社会库仍在上升，预计柴油价格弱势延续。
- 弱势柴油或制约焦化路线开工，或导致沥青产量增长。

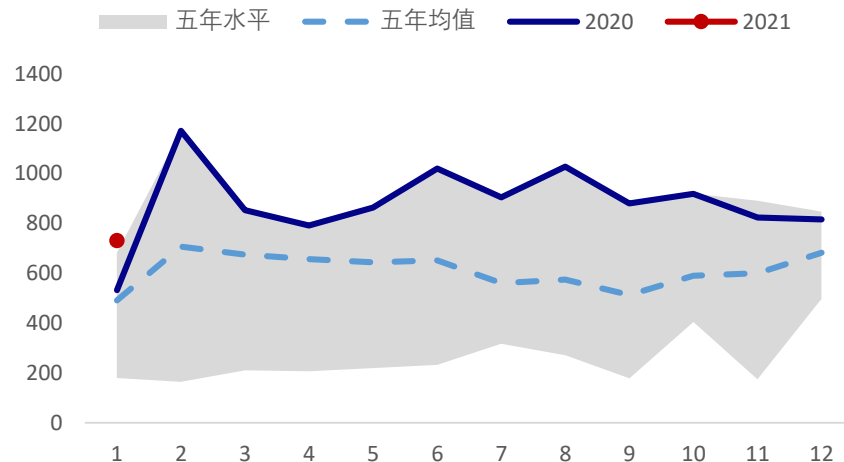
中国柴油半月度社会库存（千吨）



山东柴油-沥青 焦化开工率滞后一个月



地炼柴油库存（千吨）



委内瑞拉产量不确定性，炼厂原料转向多样化

- 关注拜登上台后对委内瑞拉的政策转变，或影响委内瑞拉产量。
- 但由于近几年委内瑞拉供应持续下滑，炼厂转向沙特、加拿大等重油，原料供应实现多样化，炼厂对马瑞油依赖度降低。

2019年之前

2019-2020年

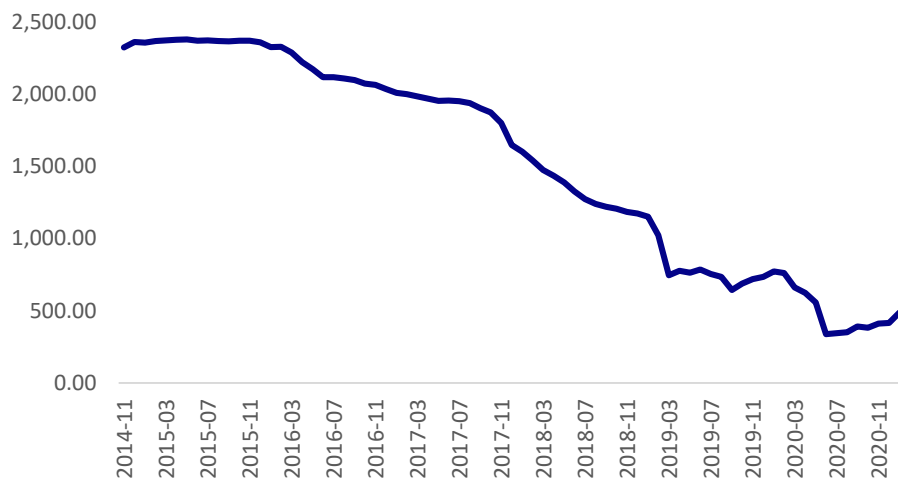
2020年至今

马瑞油

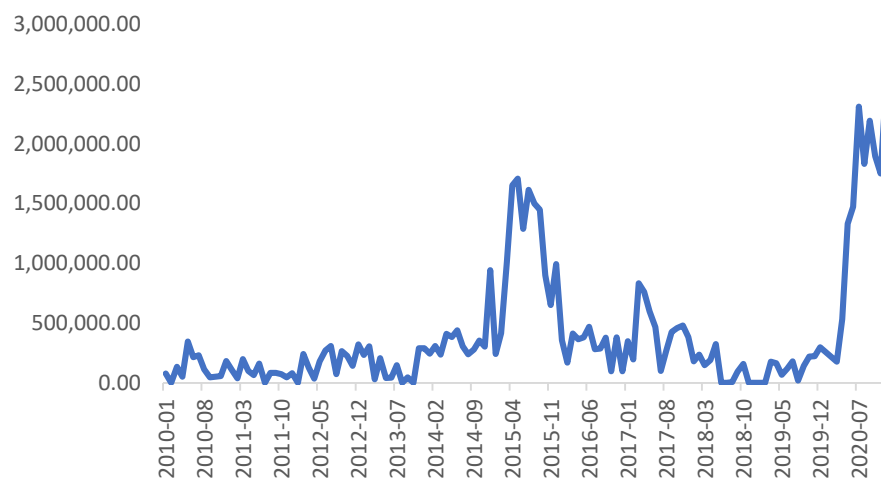
马来西亚转口

稀释沥青

产量:原油:委内瑞拉



稀释沥青进口量



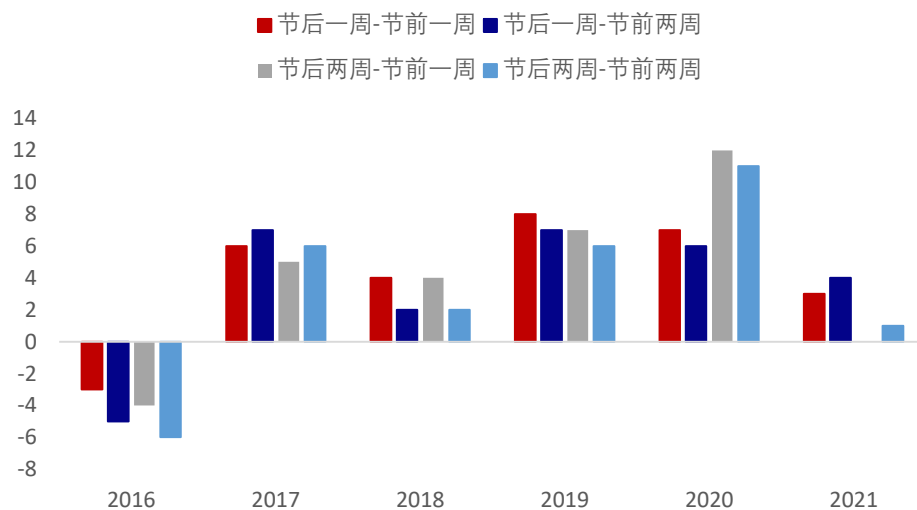
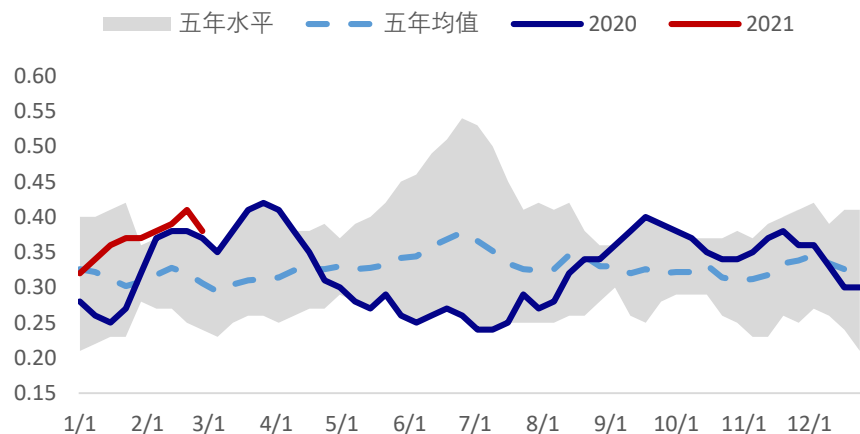
炼厂库存处于历史高位，但需求或推动去库

截至2月底，国内炼厂库存38%，环比下降3%，同比上升1%。

21年春节后累库幅度处于17年以来最低水平，而开工率回升强于17、18和20年，表明节后需求表现较好。

从季节性看，3月天气改善，预计需求逐步复苏，或延续去库。

炼厂库存率

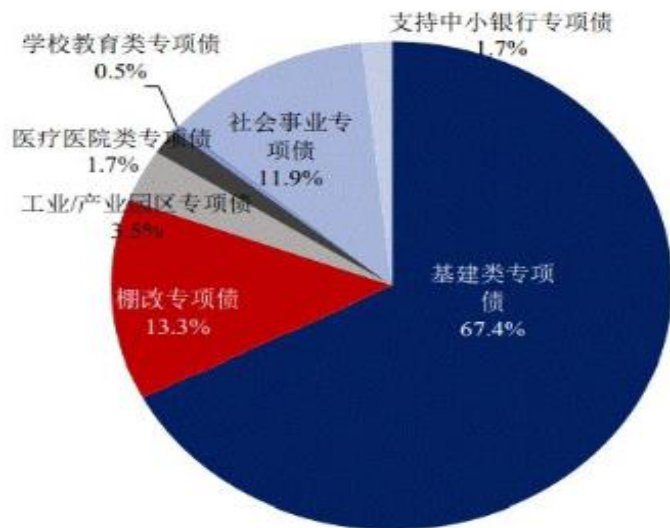


关注21年专项债额度，基建投资回落概率较大

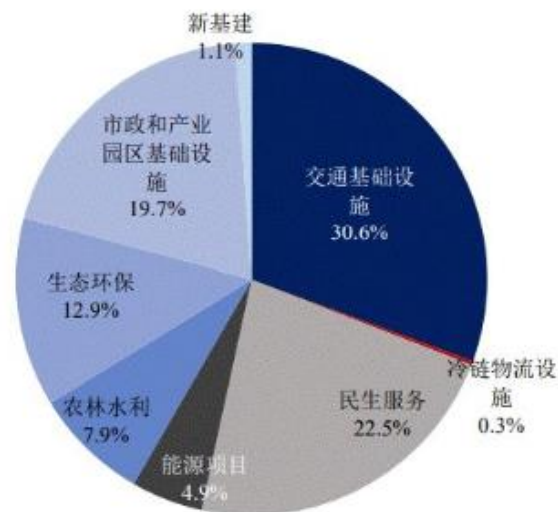
2020年受疫情影响，全国新增专项债限额3.75万亿，较19年大幅提升74%，其中用于基建项目的专项债比例高达67.4%，较17-19年平均占比提升37.3个百分点。

2021年保持宏观杠杆率的基本稳定将是主要政策基调，预计专项债规模下滑。同时，2021年土储类可发行用于租赁住房建设的土地储备项目，棚改类可适度支持新开工项目，预计这两类专项债占比将较去年显著回升，对基建项目形成挤压。

图表 13：2020 年各类型项目收益专项债规模分布



图表 16：2020 年基建领域的专项债投向整体分布



预计21年公路投资同比增速放缓

交通部预计2021年交通固定资产投资2.4万亿，较2020年3.4万亿下降约30%，或压缩公路投资。2020年1-11月公路投资2.26万亿，同比增长11.5%。

21年为“十四五”投资的第一年，根据经验规律，预计今年需求同比增速减弱。

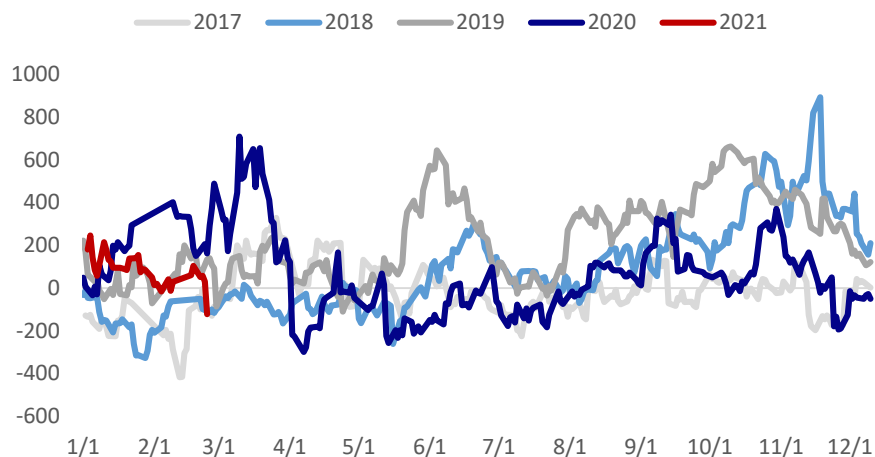
未来公路投资仍将保持稳健：1) 国际对比：美国公路里程为674万公里，且车道数高于中国，随经济增长，我们预计中国未来汽车保有量或将超过美国；2) 区域差异：目前东部公路密度为中西部的3倍以上；3) 智慧化尚需投入以迎接自动驾驶。因此公路投资预计仍将维持在每年2万亿元以上。

图表: 2019年中国与欧美国家公路网重要指标对比

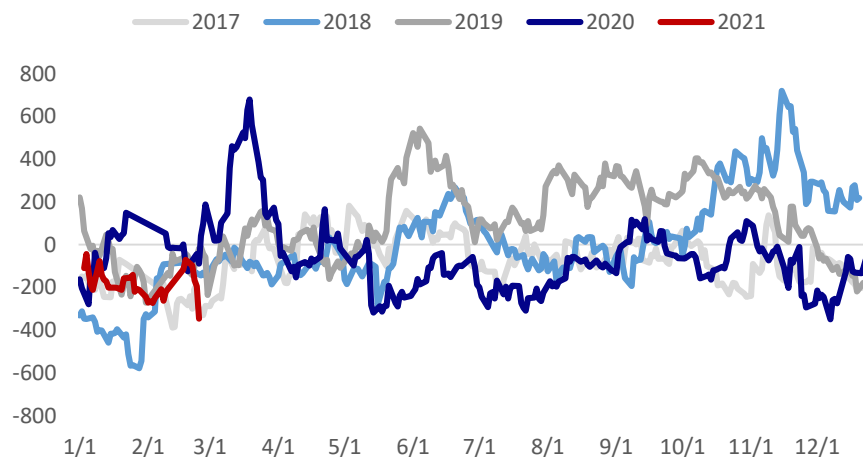
	高速公路里程（万公里）	高速公路密度（公里/百平方公里）	人均高速公路密度（公里/万人）	高速公路车道数量	人均机动车保有量
中国	14.96	1.56	1.07	4-8	0.25
德国	1.31	3.68	1.58	4-8	0.62
美国	10.86	1.16	3.31	4-12（洲际高速）	0.83（2016）

地区分化加剧，华东继续强于山东

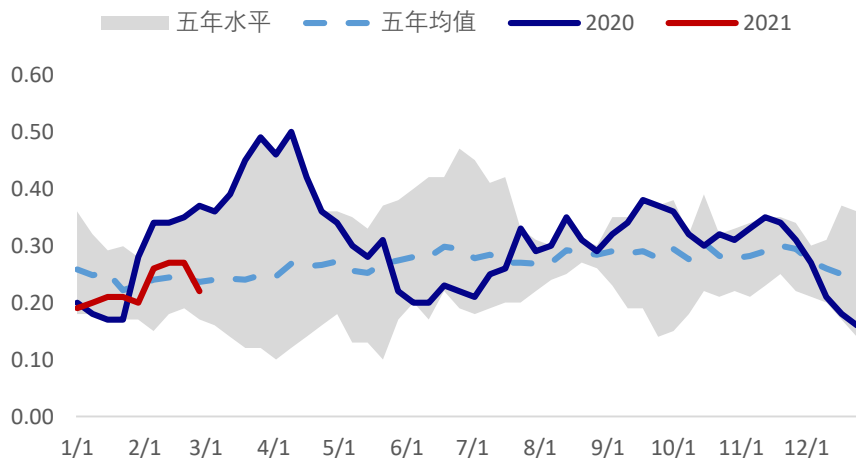
沥青华东地区基差（元/吨）



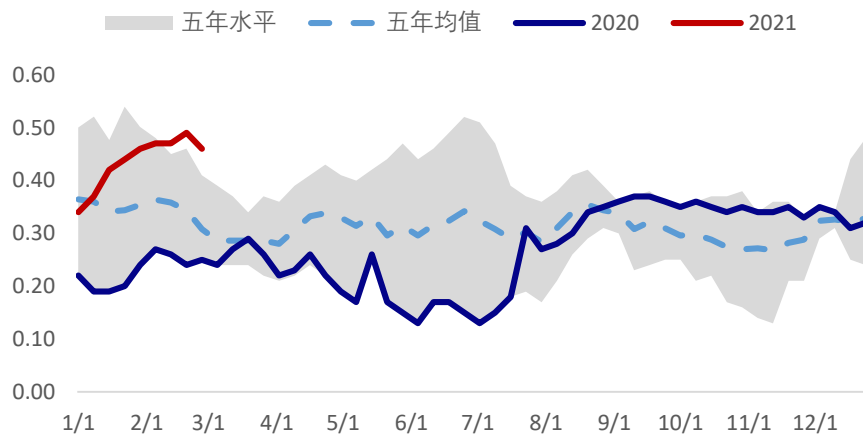
沥青山东基差（元/吨）



华东炼厂库存



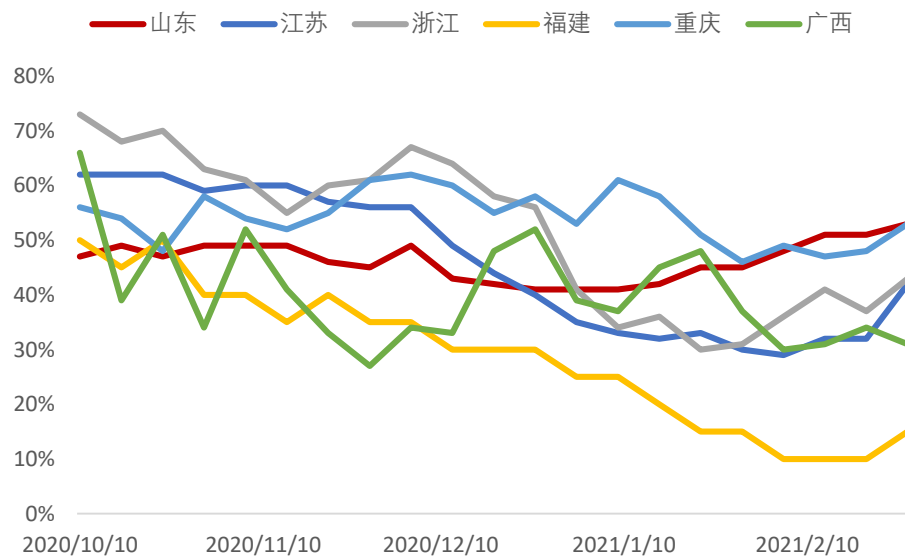
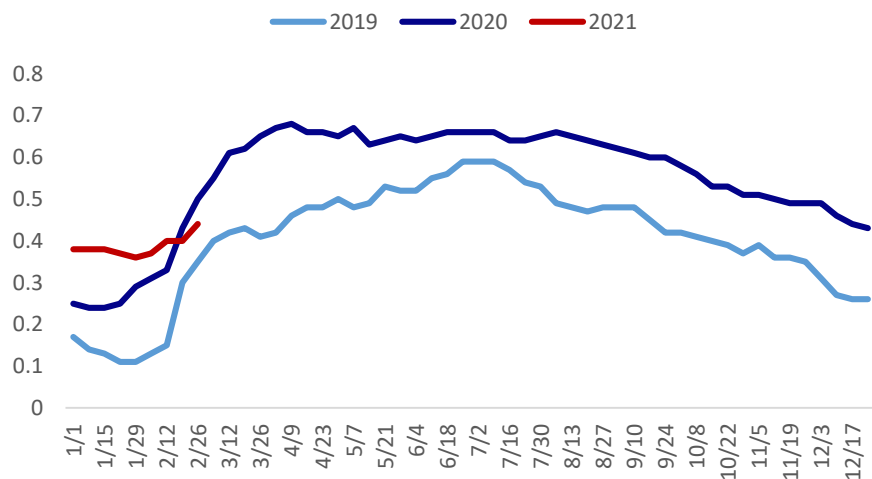
山东炼厂库存



社会库存或进入累库期

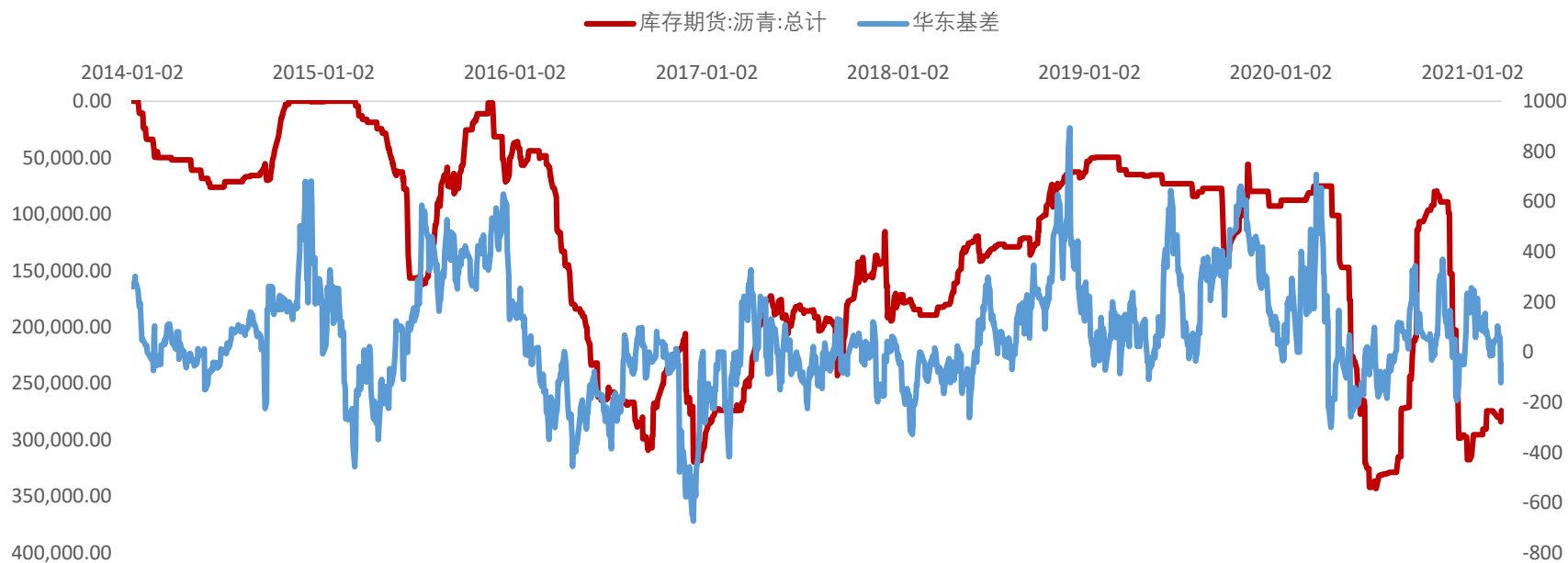
截至2月底，沥青社会库存率为44%，同比由增转跌，预计社会库进入累库期，考虑到3月的需求复苏，预计累库幅度显著低于20年。分地区看，山东社会库库存率接近60%，库存压力仍较大，对山东现货形成压制。

社会库存率



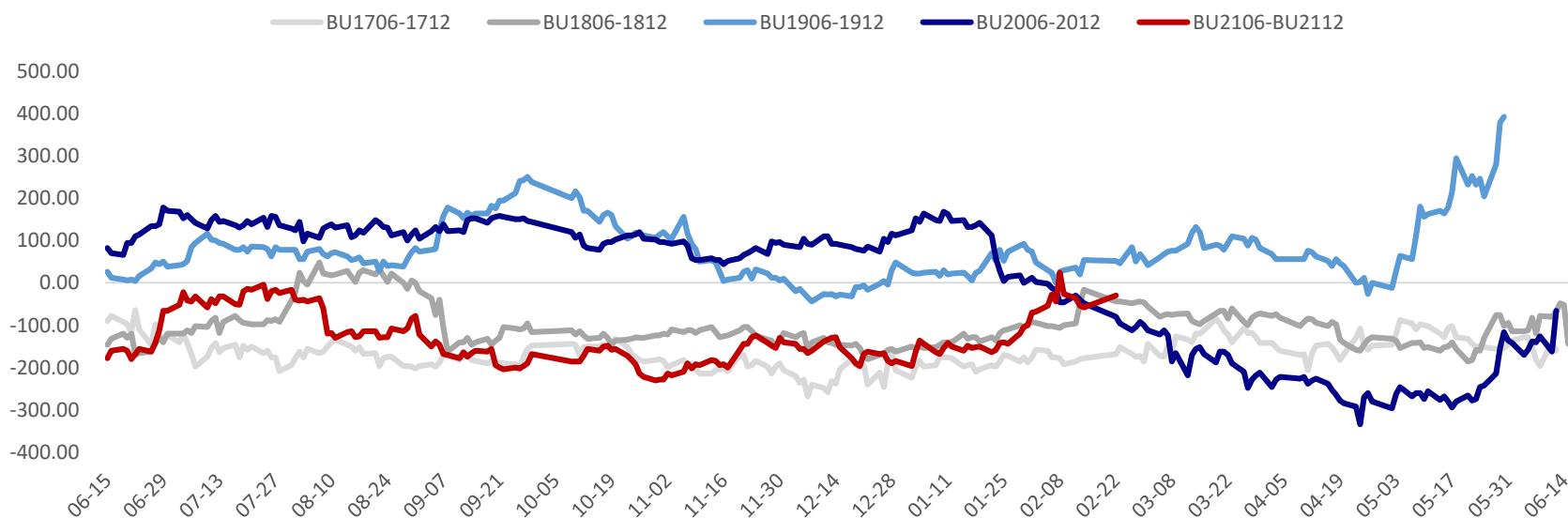
原油价格上涨，沥青仓单注册量或下降

原油上涨现货成本不断上移降低仓单注册积极性，原油价格下跌更有利于仓单的注册。2021年原油价格上涨带动现货成本不断提升，炼厂利润低位，真实现货成本上涨幅度高于期价涨幅，基差难以出现无风险套利空间，导致炼厂开工积极性较低，导致仓单注册积极性较低，不利于期现套利参与。



6-12价差或转为Back

油价快速上涨对近月形成明显支撑，资金推动下，沥青Contango结构持续走弱，也侧面印证了市场对于去库的预期。考虑3月需求复苏，低利润下开工率维持偏低水平，叠加原油重心仍将上移，预计6-12价差或走强，Congtango结构或转为Back结构。



沥青当前主要矛盾梳理及演变

主要矛盾：喜忧参半

- 1) 成本支撑强劲
- 2) 利润低位，炼厂开工率低位
- 3) 炼厂库存季节性高位
- 4) 社会库同比由增变减

未来变化：单边跟随原油，但自身压力较大

- 1) 原油重心仍将上移
- 2) 低利润抑制开工
- 3) 需求预期弱于去年
- 4) 柴油弱于沥青，或刺激沥青生产
- 5) 山东库存难化解，存在套保压力

未来关注因素

- 1) 4月后OPEC+增产情况
- 2) 两会21年专项债额度
- 3) 焦化对沥青的分流
- 4) 山东库存变化

短期高位震荡
中期偏强震荡

成本支撑下沥青或继续偏强运行，关注自身基本面改善

行情展望：

- **短期：**原油上涨带动沥青走强，但原油快速冲高后受获利回吐和市场风险偏好下降的影响而走弱，对沥青形成压制，短期沥青或高位震荡。
- **中期：**原油中期重心仍将上移，布伦特或迈向70美元，成本端继续支撑沥青走强。沥青节后需求表现良好，叠加低利润下炼厂开工率回升幅度有限，沥青去库预期增强，自身基本面压力的缓解，或带动6-12价差走强，沥青/原油比值回升。

投资策略：

单边：BU2106多单继续持有；

套利：关注6-12正套以及沥青/原油比值做多机会。

风险提示：

上行风险：21年专项债额度超预期，基建投资增长；

下行风险：OPEC+增产超市场预期；全球复苏进程超预期放缓；通胀预期快速抬升，市场预计货币收紧，压制市场风险偏好。

THANK YOU!



北京市 西城区 太平桥大街19号4层
邮编: 100033
网址: <http://www.hongyuanqh.com>