

策略报告

供需平衡从过剩转向缺口,沥青宜多头配置

2020 年 06 月 25 日

沥青 2021 年中期投资策略

沥青期货走势图



资料来源: 文华财经, 招商期货研究所

刘韩

0755-23909092

liuhan1@cmschina.com.cn

安婧

0755-82763159

anjing@cmschina.com.cn

- **原料短缺冲击打破产能过剩格局:** 受 2020 年高利润下产能大幅增长影响, 一季度产量库存双增, 原预计全年维持供应宽松打压沥青加工利润的逻辑。5 月中旬原料端稀释沥青加征消费税严重冲击原有格局, 近月成本抬升主要锚定原料贴水上涨, 远月锚定配额费+供应缺口(利润)。下半年还存在国家严查税费及配额交易等风险, 未来沥青价格主要受成本上移和利润走强两方面影响。
- **需求启动迟缓或远低于预期:** 沥青刚性需求没有明显改善, 今年的新增专项债存在发不完的可能性, 据下游反映 1-5 月真实需求只有去年同期 40%左右, 供需平衡表需求预期或下调至持平或同比微降。近期南方地区降雨增加, 环保检查叠加百年庆典, 沥青刚性需求增加空间有限。不过在看涨情绪推动下, 贸易商及下游有备货需求。
- **供需平衡由过剩转向缺口, 下半年库存去化:** 根据上半年实际情况对下半年供需平衡表进行调整, 供应端下半年减量在 10%左右, 全年需求量下调至持平去年, 沥青库存从下半年整体累库变为整体去库。近期沥青库存高位但仍处于可控范围, 下半年的持续去库将对沥青裂解价差产生明显支撑。
- **投资策略选择**
 - 1、沥青 BU2112 合约逢低做多或维持多头配置
 - 2、做多沥青利润(BU-SC)

微信公众号: 招商期货研究所



正文目录

一、	2021 年上半年行情回顾	5
二、	沥青基本面	6
(一)	沥青成本.....	6
(二)	沥青供应.....	7
(三)	沥青需求及库存.....	9
(四)	价格与价差	11
三、	上半年热点解读.....	13
四、	总结与展望	14

图表目录

图 1：布伦特主连走势(元/吨)	5
图 2：沥青主连走势(元/吨)	5
图 3：成本端原油价格走势（美元/桶）	6
图 4：燃料油与沥青新加坡 FOB 价格(美元/吨)	6
图 5：稀释沥青进口数据(万吨)	6
图 6：山东马瑞原油成本季节性(元/吨)	6
图 7：沥青产量分所属(万吨)	7
图 8：总开工率季节性	7
图 9：沥青综合生产利润(元/吨)	7
图 10：原油混炼成品油综合利润(元/吨)	7
图 11：焦化料-沥青价差(元/吨)	8
图 12：延迟焦化装置利润（元/吨）	8
图 13：石油沥青进口量(万吨)	8
图 14：进口利润与进口量关系	8
图 15：全国公路建设固定资产投资(亿元)	9
图 16：沥青表观消费量同比与公路建设投资同比	9
图 17：地方政府专项债发行量(亿元)	9
图 18：国内道路沥青招标量(吨)	9
图 19：主要企业沥青混凝土摊铺机销量(台)	10
图 20：近期全国降水距平图	10
图 21：国内沥青库存率	10
图 22：沥青社会库存及炼厂库存（万吨）	10
图 23：各地重交沥青主流成交价(元/吨)	11
图 24：进口价差与窗口(元/吨)	11
图 25：沥青基差(山东)（元/吨）	11
图 26：基差季节性(元/吨)	11
图 27：北沥南下沥青价差(元/吨)	12
图 28：东沥西送沥青价差(元/吨)	12
图 29：月差季节性 06-09(元/吨)	12
图 30：月差季节性 09-12(元/吨)	12
图 31：稀释沥青加征消费税对沥青生产影响	13
图 32：东北-山东沥青价差(元/吨)	14
图 33：东北-华东沥青价差(元/吨)	14
图 34：沥青供需平衡表	14

表 1：主要沥青生产地方炼厂产能及原油配额（万吨/年）	13
-----------------------------------	----

一、2021 年上半年行情回顾

图 1：布伦特主连走势(元/吨)



资料来源：文华财经,招商期货研究所

图 2：沥青主连走势(元/吨)



资料来源：文华财经,招商期货研究所

上半年受供应端 OPEC+ 大体维持减产立场及需求端全球经济复苏等因素影响，原油价格中枢持续上移。沥青受供应端前期扩产能及后期原料加征消费税，需求乐观预期难以继等因素影响部分时段形成独立行情，波动较原油幅度更大。

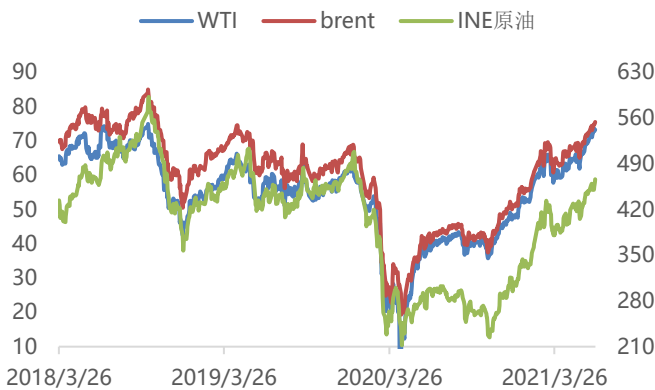
一季度：受 OPEC+ 采取了相对保守的增产策略导致供应缺口及美国大规模财政刺激计划落地支撑，原油价格从 1 月初的 50.67 美元/桶上涨至 3 月初底的 63.07 美元/桶左右。一季度节前为传统的需求淡季，沥青基本面整体呈供需双弱格局，受 2020 年下半年终端需求超预期影响沥青库存处于正常位置，原油价格不断走强支撑沥青价格上涨。节后随着凯意、齐旺达等炼厂正式投产及整个北方冬储释放量均反馈大幅低于往年，市场产生供应过剩的担忧，反馈到沥青价格上即现货及盘面对原油利润均有所收窄。现货利润维持在轻微亏损，盘面利润略有盈利。整体来看一季度沥青基本面偏宽松，需求以冬储为主市场对真实情况认知较模糊，盘面跟随原油为主。

二季度：OPEC+ 从 5 月起逐渐小幅增产但市场已消化此预期，美伊谈判迟迟未能落地，需求端全球经济和需求持续复苏继续推动原油价格从 4 月初的 64.5 美元/桶上涨至现在的 73 美元/桶左右。5 月财政部、海关总署、税务总局发布公告自 6 月 12 日起，对部分成品油视同石脑油或燃料油征收进口环节消费税，其中即包括地炼生产沥青的主要原料稀释沥青。该政策将从成本抬升及供应缩减方面对远期沥青基本面带来较大影响，政策一出盘面即拉升 200-300 元/吨做出回应。但从现实端考虑，在抢进口后沥青生产原料可维持至 9 月，今年需求疲软开始呈现，在库存持续高企情况下现货提涨乏力。二季度沥青盘面波动明显大于原油，多空双方在未来供应紧缺及现货难出盘面高升水的矛盾上来回拉锯，但盘面利润中枢整体维持在 100-200 元/吨之间。

二、沥青基本面

(一) 沥青成本

图 3：成本端原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind，招商期货研究所

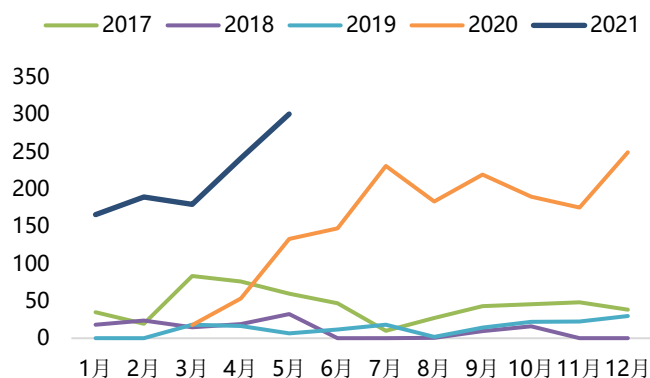
图 4：燃料油与沥青新加坡 FOB 价格(美元/吨)



资料来源：wind，招商期货研究所

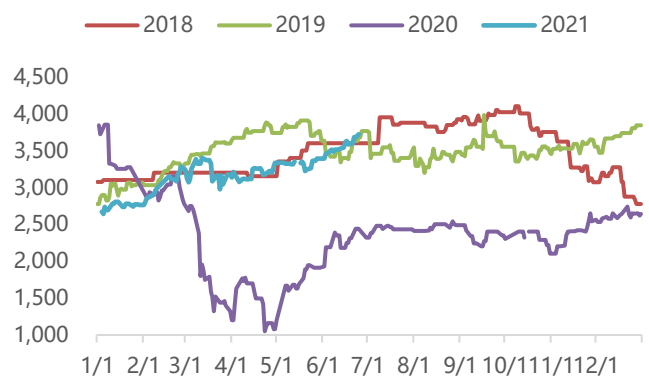
受成本端原油价格上涨支撑，新加坡沥青及高硫燃油价格中枢也整体上移。前期受新加坡高硫燃油加注量缩减影响二季度新加坡现货贴水从正常 3-4 美元/吨下降到 -2 美元/吨，沥青/高硫燃油上升，后期受发改委核查地炼配额使用、稀释沥青征收消费税政策影响，传统地方炼厂开始出手采购进口直馏燃料油，主要因为燃油 1% 的关税较稀释沥青 8% 的关税更有优势。信息显示至少 3 家传统地方炼厂购买了品质涉及传统 M100 以及其他品质燃料油。高硫燃油贴水 5 月底开始触底涨了 4 美元/吨左右，带动新加坡沥青/高硫燃油比值下降。

图 5：稀释沥青进口数据(万吨)



资料来源：wind，招商期货研究所

图 6：山东马瑞原油成本季节性(元/吨)



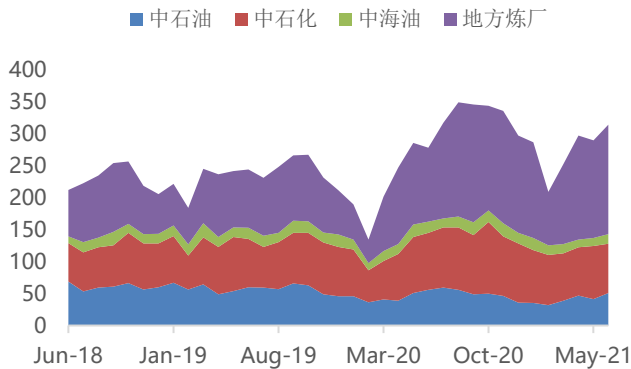
资料来源：卓创资讯，招商期货研究所

一季度稀释沥青进口量维持月均 200 万吨左右的高位，加征消费税通知下发后，国内存在稀释沥青、轻循环油抢进口现象，到港量有明显提升。2021 年 5 月份稀释沥青进口量在 415.57 万吨，同比增加 282.7 万吨，1-5 月稀释沥青累计进口量在 1191.87 万吨，同比增加 934.97 万吨。截止 2021/6/23 日，稀释沥青港口库存 311 万吨，主要是由于前期船只卸货，预计未来库存或呈下降趋势。炼厂原计划基本备到 7 月底的原料，叠加港口库存维持正常生产至 9 月份问题不大，因此三季度出现供应紧缺概率较小。近期稀

释沥青现货到岸贴水报价在 2 美元/桶左右(含税)挂靠 ICE 布伦特, 现货成交价在 3600 元/吨附近。

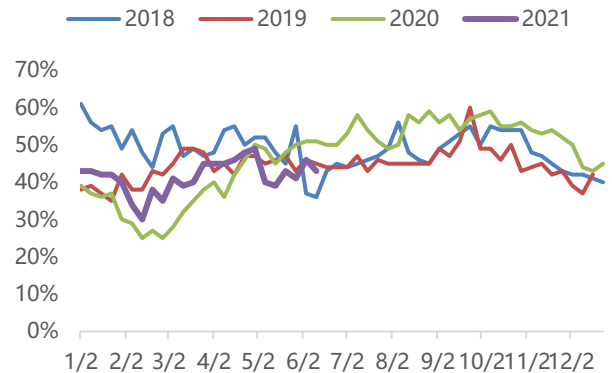
(二) 沥青供应

图 7: 沥青产量分所属(万吨)



资料来源: 百川咨询, 招商期货研究所

图 8: 总开工率季节性



资料来源: 百川资讯, 招商期货研究所

去年山东地区的产能增加比较明显, 2020 年山东地区主流的产能 1680 万吨, 同比增加 530 万吨, 主要增加的产能在汇丰石化, 金诚石化还有中国石化的产能扩张。2021 年产能 1720 万吨, 新增的产能以东方华龙以及齐岭南化工为主, 同比增加 40 万吨左右。2021 年计划产量在 1055 万吨左右, 同比增加 265 万吨。华北增加的产能主要是鑫海石化, 天津石化 2021 年的计划产量在 50 万吨左右。

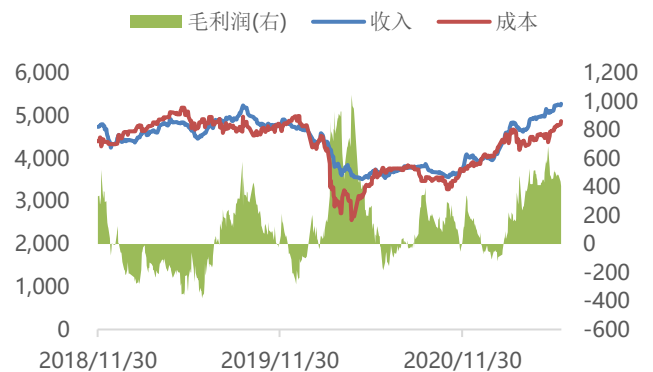
2021 年前 5 月中国沥青表观需求量为 1442 万吨, 同比上涨 16%, 其中国产沥青 1337 万吨, 同比上涨 26%, 进口沥青约 110 万吨, 同比下降 37%。分集团看, 地炼产量 675 万吨, 同比增加 249 万吨, 大幅上涨 58%, 因沥青产品相较其他产品具有较好的经济性, 地炼生产积极性较高; 中石油产量 194 万吨, 同比下降 19 万吨, 降幅 9%; 中石化产量 395 万吨, 同比增加 40 万吨, 增幅 11.6%。上半年整体开工率较去年上升 4%, 近期齐鲁、扬子、上海维持渣油生产, 河北个别炼厂受前期储罐爆炸事件导致的安全检查影响, 持续处于停工中, 华南个别炼厂阶段性降低生产负荷, 导致沥青装置开工率有所下降。未来中石化部分炼厂将阶段性生产沥青, 沥青装置开工率有望逐步走高。

图 9: 沥青综合生产利润(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

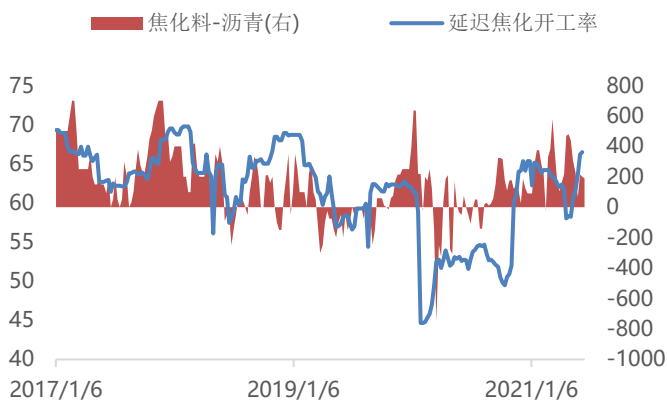
图 10: 原油混炼成品油综合利润(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

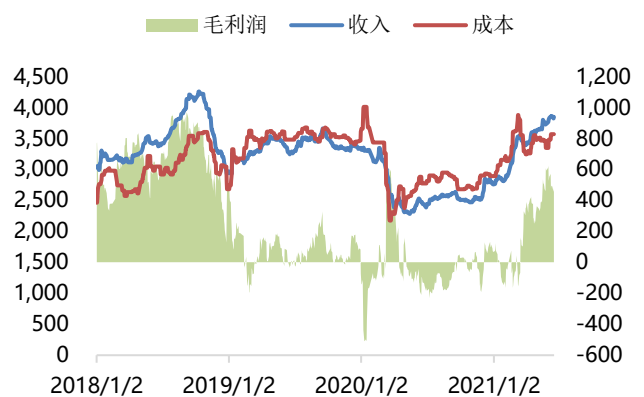
上半年受沥青产能大投放影响炼厂生产利润长期维持在亏损边缘,据山东某标杆地炼表示加税前价格已经压到了成本线以下,一直压着利润亏损。稀释沥青加征消费税后盘面利润迅速反映,拉涨幅度在 200 元/吨左右,现货利润则由小幅亏损转为小幅盈利。目前山东独立炼厂加工稀释沥青利润在 30 元/吨,马瑞原油近期均价 3600 元/吨,山东地炼沥青低端价在 3150-3200 元/吨,近期盘面持续拉涨中石化开始上调价格,贸易商报地炼价格跟涨,现货利润维持低位。加工进口原油综合利润为 450 元/吨左右,5 月份以后加工原油综合利润上涨迅速,主要因为近期汽柴油价格上行迅速,柴油进入夏季旺季需求量增加,同时受消费税消息面刺激。

图 11: 焦化料-沥青价差(元/吨)



资料来源: wind, 卓创资讯, 招商期货研究所

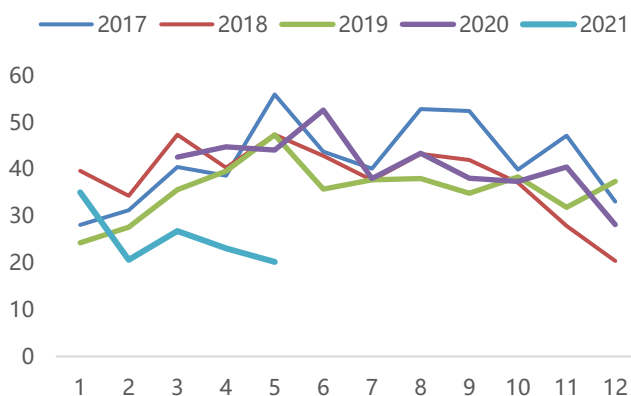
图 12: 延迟焦化装置利润(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 招商期货研究所

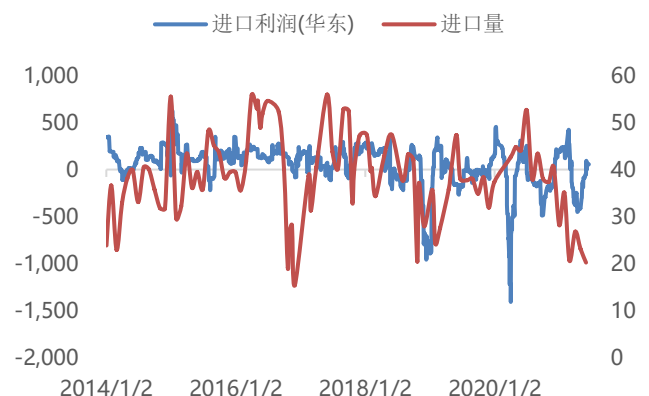
今年在沥青产能过剩及成品油需求稳步回升的大背景下,焦化料价格长期高于沥青价格,促使不少炼厂转产焦化料或间歇性生产沥青,一定程度缓解沥青供应压力。部分炼厂在焦化料-沥青价差时即可切换,部分炼厂则需要该指标大于 200 元/吨后才考虑切换,转产时间在一天到一周不等。目前延迟焦化利润大约 400 元/吨,大大高于生产沥青利润,但转产渣油原料倾向于中质油或轻质油,近期或目前转产的齐鲁、扬子、上海等都是用的沙中,部分地炼用的科威特、冷湖,大部分地炼采用的重质油转产渣油进焦化汽柴的出率没那么高,利润也没看起来那么好,因此在开工率已低位的情况下继续通过降负或转产减少供应的空间不大。

图 13: 石油沥青进口量(万吨)



资料来源: 隆众资讯, 招商期货研究所

图 14: 进口利润与进口量关系



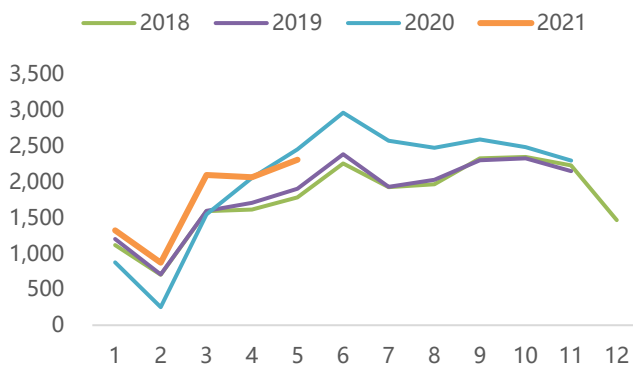
资料来源: wind, 招商期货研究所

上半年受国产低价货源冲击,沥青净进口量大幅下降。前四月累计进口总量为 105.6 万

吨,同比减少 31.5%。累计出口总量为 19 万吨,同比增加 2.5%。韩国沥青 6 月船货华东到岸价持稳在 420-450 美元/吨,人民币完税价在 3200-3400 元/吨。近期华东地区进入梅雨季节,下游刚需释放缓慢,但国际原油价格不断上涨国产沥青价格保持坚挺,韩国部分品牌沥青 7 月船货招标价格有所上涨,华东到岸价涨至 425-430 美元/吨。下半年原料加征消费税提升国产沥青价格,在经济性驱动下净进口量大概率回升。

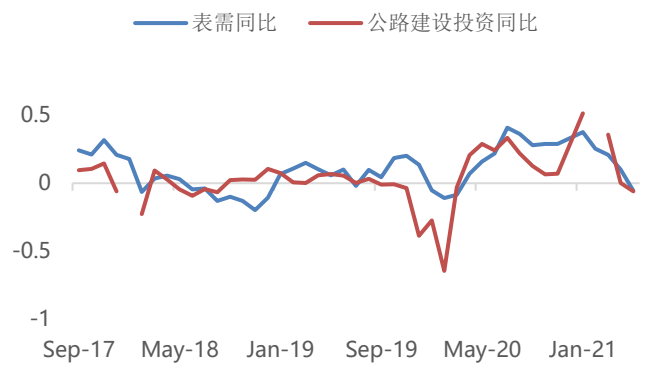
(三) 沥青需求及库存

图 15: 全国公路建设固定资产投资(亿元)



资料来源: 隆众咨询, 招商期货研究所

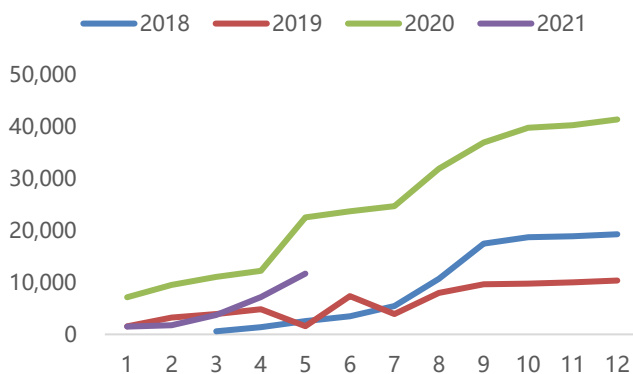
图 16: 沥青表观消费量同比与公路建设投资同比



资料来源: wind, 招商期货研究所

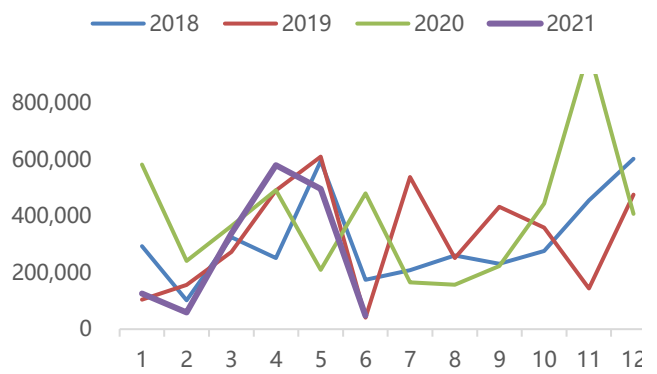
2021 年 5 月公路建设固定投资金额为 2309 亿元,同比减少 5.9%, 1-5 月公路建设固定投资金额总计为 8664 亿元,同比增加 20.6%。据了解 2021 年全年公路建设投资金额计划 2.4 万亿元,预计未来月度投资金额或同比呈现下降趋势。今年属于十四五开局之年,没有赶工的要求,很多地区以完成去年以及之前的订单为主。

图 17: 地方政府专项债发行量(亿元)



资料来源: wind, 招商期货研究所

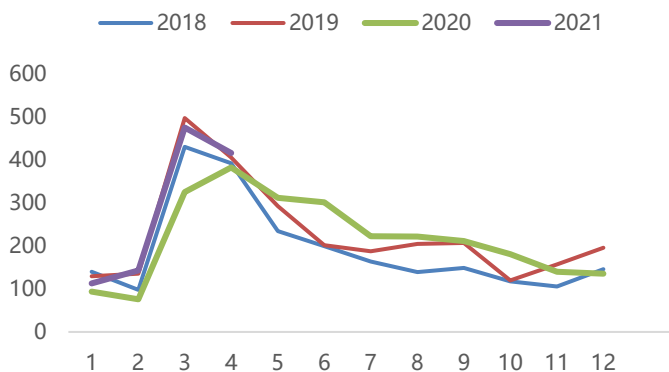
图 18: 国内道路沥青招标量(吨)



资料来源: 百川咨询, 招商期货研究所

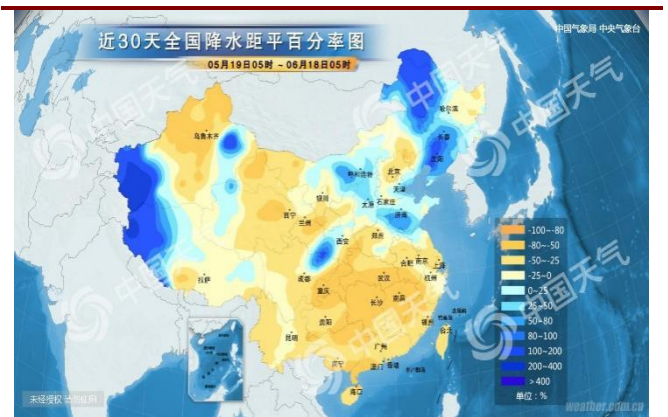
1~5 月已发行新增地方政府专项债券 5726 亿元,完成已下达债务限额的 16.51%。专家表示,在国内经济复苏的大背景下,地方财政稳增长压力较小,发行新增专项债意愿较低。约 3 万亿的新增专项债待发限额将冲击后续地方债供给工作,今年的新增专项债存在发不完的可能性。预计三季度地方债或迎来一波发行高峰,其中新增专项债的放量,有望对下半年的基建投资起到支撑作用。无论从道路沥青招投标量还是终端的反馈来看,今年项目不多也不着急,川渝地区新增的项目很少,西北新增这块也不明显,据部分华南西南贸易商反馈终端需求至今只有去年同期约 40%。

图 19：主要企业沥青混凝土摊铺机销量(台)



资料来源：wind，招商期货研究所

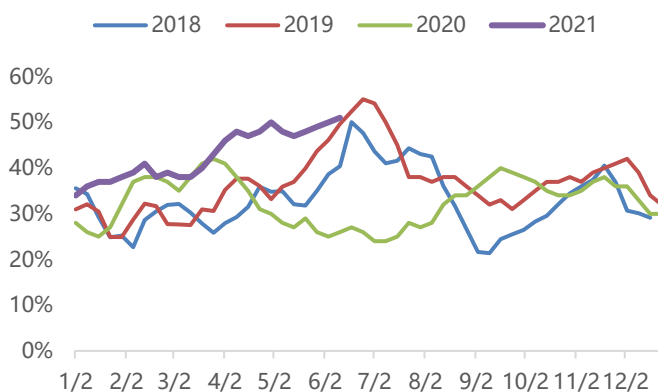
图 20：近期全国降水距平图



资料来源：中央气象局，招商期货研究所

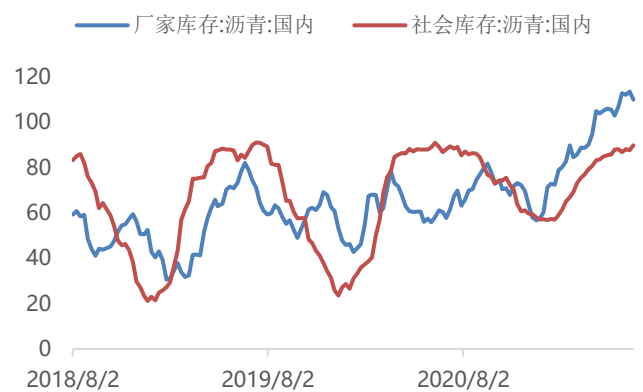
需求长逻辑上，6 月环保安检月上下游均限产，上游常减压基本符合环保要求产出受影响较小，下游拌合站等因气味及资质等原因影响拿货进度。同时今年 7 月有 100 周年大庆，下半年初下游需求或承压明显。8 月开始需求端的炒作或重新开始，但真正要落到实处还需要资金和终端项目配合。整体来看今年需求不宜给予过高预期，综合现阶段反馈我们认为全年同比增速或从 2020 年底预估的 8% 下调至持平或小幅下降。需求短逻辑上，现南方地区降雨天气将持续一段时间，短期沥青刚性需求或延续弱稳的局面；北方项目施工量依旧较少，近期沥青刚性需求明显改善的可能性较低。

图 21：国内沥青库存率



资料来源：百川资讯，招商期货研究所

图 22：沥青社会库存及炼厂库存（万吨）

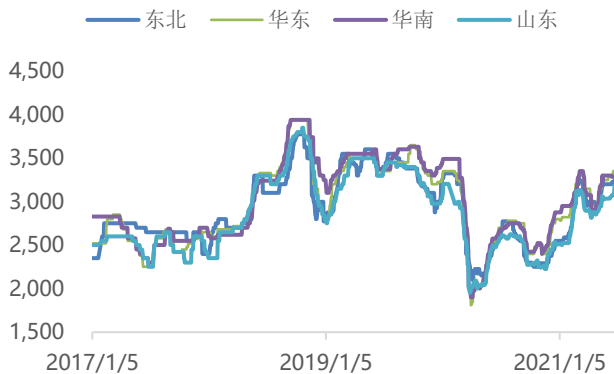


资料来源：隆众咨询，招商期货研究所

近期在供应明显下降的情况下库存没有明显的去库，调研发现山东及河北炼厂库存及社会库存均处于高位，感觉到明显的需求不好出货不畅。隆众 27 家样本沥青厂家库存为 109.87 万吨，环比下降 3.1%。周内以华东地区降幅最为明显，主要是一方面供应下降明显，另一方面受船货发货良好所致。业者按需采购为主，炼厂汽运出货一般水平。33 家样本企业库存共计 89.71 万吨，环比增加 2.5%。一方面是厂库资源流转明显，另一方面多地终端需求冷清沥青消耗有限。按全年终端实际需求持平来反推平衡表，全国沥青库存将从 2020 年底的 365 万吨增加至 2021 年底的 580 万吨，同比增加 60%。下半年 9 月及 11 月整体呈现去库。

(四) 价格与价差

图 23: 各地重交沥青主流成交价(元/吨)



资料来源：隆众咨询，招商期货研究所

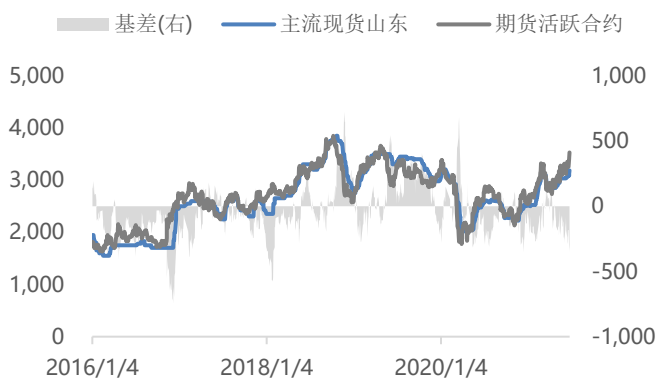
图 24: 进口价差与窗口(元/吨)



资料来源：wind，招商期货研究所

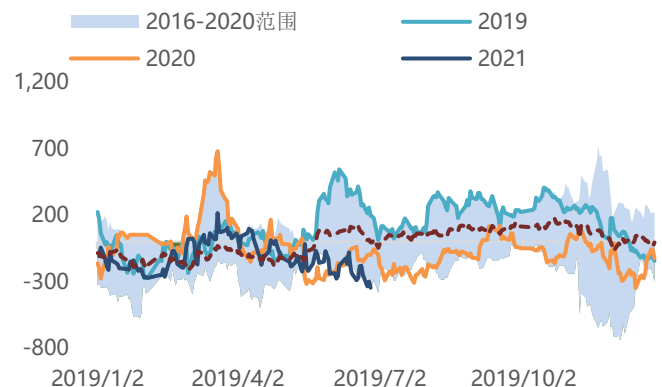
上半年沥青现货价格整体大升小降，中枢上移。一季度国内沥青终端需求尚未释放，沥青价格跟随原油价格的涨跌而波动，整体呈现先涨后跌的格局。节前国际原油价格大幅上涨，国内各地区主力炼厂接连上调沥青价格，累计上调 400-500 元/吨，带动沥青市场主流成交价格从 2500 上涨至 3000 元/吨左右。节后供应放量需求无明显改善的背景下，市场观望情绪加重，多数炼厂出货不畅导致炼厂库存水平逐渐上升，3 月下旬主营炼厂沥青价格普降 200 元/吨，国内沥青市场成交重心下移。冬储方面山东地区释放合同较集中，基本大户拿货为主，中小贸易商及期现商拿货有限；河北地区冬储释放量远低于 2020 年，期现公司拿货居多，部分执行 20 年剩余合同为主。二季度前期随着原油价格强势上涨，加之南方地区部分炼厂沥青停产或缩产资源供应收紧，中石化炼厂沥青价格提涨 150-200 元/吨，带动国内沥青市场主流成交价格上行。5 月中旬，财政部表示将对进口稀释沥青加征消费税，此项政策将带动沥青生产成本抬升，受此消息面利好，中石化主力炼厂沥青价格普涨 100 元/吨。但是受资金短缺影响，且南方地区进入雨季，整体刚需回暖缓慢，中下游采购积极性一般，多数炼厂及贸易商出货难以达到产销平衡跟涨有限。现阶段山东市场主流成交价在 3150-3200 元/吨，原油价格上涨较好且沥青期货价格上涨，市场看涨情绪较为明显，预计近期沥青现货价格仍可能上涨。

图 25: 沥青基差(山东)(元/吨)



资料来源：wind，招商期货研究所

图 26: 基差季节性(元/吨)

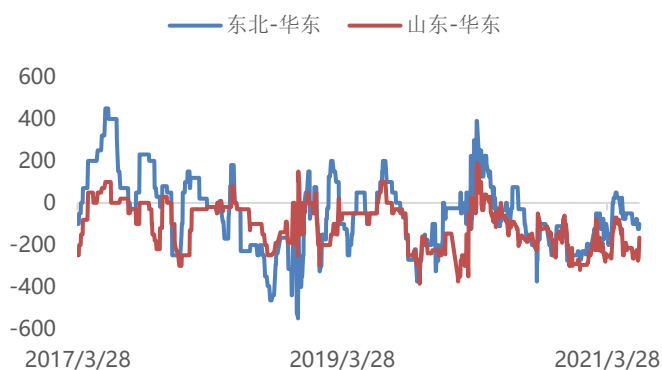


资料来源：wind，招商期货研究所

从期现的角度看，今年上半年机会不多。第一波是节前炼厂放 6 月份冬储货的行情，山

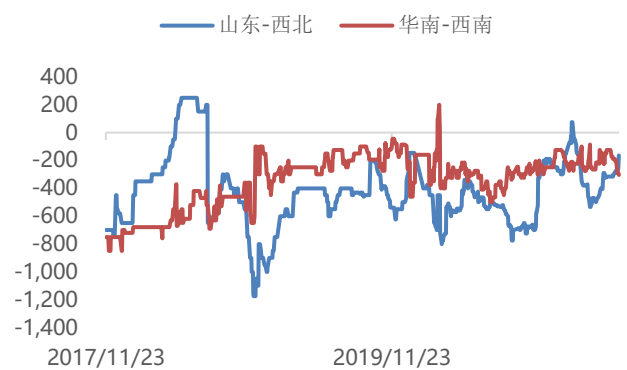
东K炼厂冬储价格2450-2500、河北L炼厂2500到5月底的合同,结合当时盘面BU2106合约2650-2700的价格,期现套进去3月份中石化推涨价格后解套即会有较好的收益。第二波机会在于稀释沥青加征消费税导致盘面的大幅拉涨,现货受弱需求高库存推涨乏力,由于较大的负基差(-200以上)在5月中旬建仓,5月底盘面主力06大幅下跌收基差解套小幅贴水出货结束。第三波机会可能在6月底,盘面主力合约BU2109在供应端炒作及原油支撑推涨至3550以上,山东的基差在-300左右,在原料稀释沥青能维持供应到9月份且需求看不到明显提振情况下,盘面或将像06合约一样向现货修复。但在需求疲软的背景下今年期现盈利解套后现货出货较为困难,这也对基差判断和销售的把握能力有更高要求。

图 27: 北沥南下沥青价差(元/吨)



资料来源: wind, 招商期货研究所

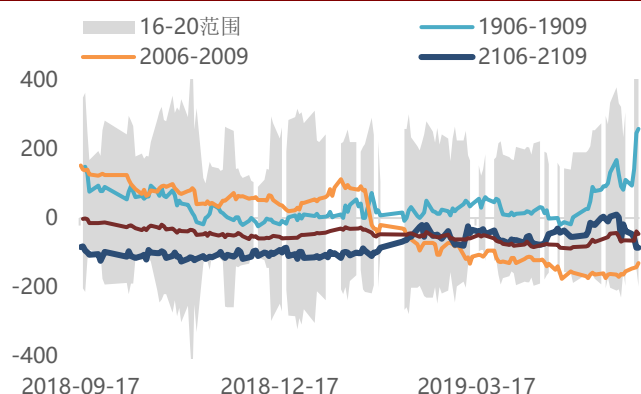
图 28: 东沥西送沥青价差(元/吨)



资料来源: wind, 招商期货研究所

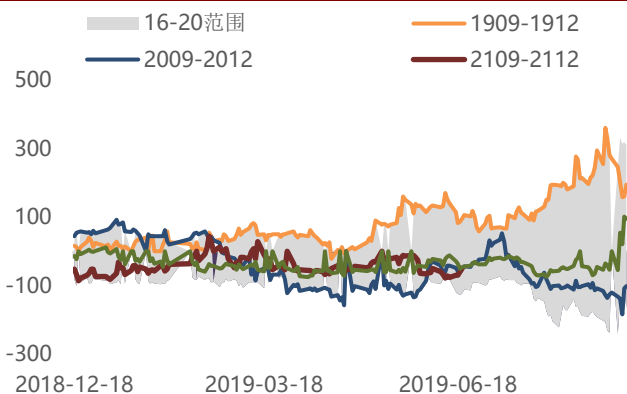
近年来华南主要往云贵地区套利,山东走铁运到西南(陕西)等地,华东往川渝套利主要走内河水先到重庆,然后再往成都。近期山东发到成都约在550-560元/吨,汽运费波动很大,汽运到新疆现在含票1000不到。预计6月份往后沥青需求起来汽运价格会起来一些,现阶段各地套利窗口没有明显打开。

图 29: 月差季节性06-09(元/吨)



资料来源: wind, 招商期货研究所

图 30: 月差季节性09-12(元/吨)



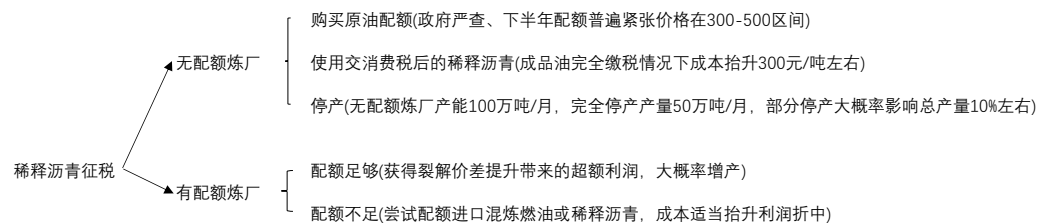
资料来源: wind, 招商期货研究所

上半年沥青月差方面BU2106-BU2109曾给出较好正套机会,一季度06-09价差长期维持在-110元/吨的无风险正套边缘。基于季节性及仓储费角度下方空间有限,上半年疫苗的广泛应用给成本端原油较大提振、春节节后复工需求拉动及下半年高社会库存及信贷风险等很可能发酵等原因当时我们推荐持有BU2106-BU2109正套合约,后期基本兑现了利润。5月下旬在加征原料消费税后06/09合约曾到过平水甚至06小幅升水,基

于弱现实强预期的基本面，我们推荐了 06-09 反套，下半年 09-12 还是关注反套机会为主，若价差能给到接近平水的点位可继续基于远期供应短缺介入 09-12 反套。

三、上半年热点解读

图 31：稀释沥青加征消费税对沥青生产影响



资料来源：招商期货研究所

消费税冲击方面，近月成本抬升主要锚定原料贴水上涨，远月锚定配额费+供应缺口(利润)。下半年还存在国家严查税费及配额交易等风险，未来沥青价格主要受成本上移和利润走强两方面影响。以减少下半年 10%供应量拍平衡表，沥青库存从下半年整体累库变为整体去库，对沥青裂解价差产生明显支撑，未来沥青价格主要受成本上移和裂解走强两方面叠加影响，整体抬升在 400-500 元/吨左右。

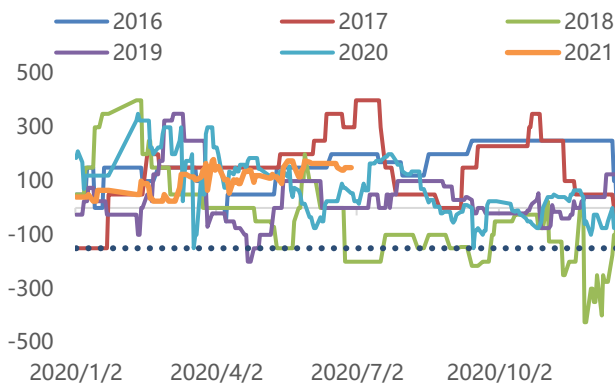
表 1：主要沥青生产地方炼厂产能及原油配额（万吨/年）

炼厂名称	产能	原油配额	炼厂名称	产能	原油配额	炼厂名称	产能	原油配额
东明石化	120	750	辽宁宝来	200	0	阿尔法	90	0
盘锦北方	100	700	海德新	80	0	金海宏业	80	0
中化弘润	160	530	盘锦益久	50	0	中化泉州	80	0
汇丰石化	100	416	辽宁华路	60	0	珠海华峰	60	0
鑫海石化	200	372	凯意石化	150	0	海盛达	30	0
京博石化	420	331	伦特公路	80	0	美汇特	50	0
海右石化	150	320	金承石化	30	0	库丰石化	40	0
东方华龙	150	300	金诺石化	30	0	塔星石化	20	0
金诚石化	90	300	山东科宇	50	0	山东路泰	40	0
科利达	130	150	齐旺达	50	0	晨曦化工	30	0

资料来源：招商期货研究所

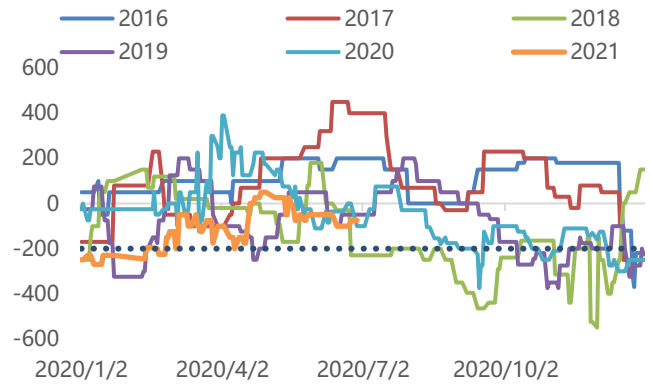
对于配额不够的地方炼厂倾向用原油掺炼稀释沥青(高硫燃油)进原料，成本增加进口关税，炼厂后端的成品油消费税可以做抵扣成本增加不大，高硫燃油因 1%的低关税在与传统稀释沥青(8%关税)的比较中占有优势因此受到青睐。没有配额的地方炼厂受成本增加影响可能停工，等市场能解决这个问题再开工。没有配额的沥青炼厂产能大约每个月 120 万吨，按 40%开工率如果全部降产降量每个月影响大约在 50 万吨。配额足够的炼厂今年的收益会比较好，加大产量增产沥青，配额不足的可能会尝试多种渠道进行加工。还有消息称税务局继辽宁后会继续加码查税，先是加征消费税，再是严查配额，最后是追缴税款，一环比一环严厉，旨在碳中和背景下国家刻意推动炼油产业的转型，因此下半年供应紧缺仍大概率有故事可讲。

图 32: 东北-山东沥青价差(元/吨)



资料来源: wind, 招商期货研究所

图 33: 东北-华东沥青价差(元/吨)



资料来源: wind, 招商期货研究所

上期所 6 月 1 日研究决定石油沥青期货东北地区升贴水由贴水 260 元/吨调整至贴水 200 元/吨, 自 2021 年 9 月 1 日起执行。该政策到 11 月底开始对 BU2112 合约或存在较大利空, 12 合约多头宜提前平仓或移仓。

图 34: 沥青供需平衡表

日期	沥青产量	进口	出口	净进口	表观需求	表需累计	表需同比	表需累计同比	库存(万吨)	库存(环比)	库存(同比)	库存变化	真实需求	真实需求累计	真实需求同比
Jan-19	222	25	2	23	245	245	13.92%	13.92%	188				245	246	
Feb-19	185	28	3	25	210	455	16.70%	15.19%	342	82%		154	56	423	
Mar-19	246	36	11	25	271	726	18.65%	16.46%	423	24%		82	189	671	
Apr-19	237	40	5	35	272	998	8.73%	14.24%	513	21%		90	182	909	
May-19	242	47	4	43	285	1283	6.29%	12.38%	526	2%		12	272	1186	
Jun-19	245	35	8	27	272	1554	10.00%	11.95%	536	2%		11	261	1450	
Jul-19	232	38	6	31	263	1817	2.69%	10.51%	516	-4%		-21	284	1731	
Aug-19	249	38	3	35	284	2101	4.67%	9.68%	439	-15%		-76	360	2031	
Sep-19	267	35	5	30	297	2398	1.17%	8.56%	349	-20%		-90	387	2349	
Oct-19	267	38	8	31	298	2696	3.22%	7.94%	300	-14%		-49	347	2653	
Nov-19	232	32	3	29	261	2956	10.47%	8.16%	245	-18%		-55	316	2924	
Dec-19	212	37	5	32	244	3200	-0.34%	8.31%	197	-20%		-48	292	3189	
Jan-20	190	33	5	29	219	219	-10.64%	-10.64%	261	32%	39%	63	155	200	-18.77%
Feb-20	135	33	5	29	164	382	-22.06%	-15.91%	364	40%	7%	103	61	261	-38.45%
Mar-20	202	43	5	37	239	622	-11.74%	-14.36%	518	42%	22%	154	85	346	-48.49%
Apr-20	248	45	4	41	289	910	6.24%	-8.75%	507	-2%	-1%	-11	300	645	-29.03%
May-20	286	44	4	40	326	1237	14.51%	-3.55%	507	0%	-4%	-1	327	972	-18.05%
Jun-20	278	53	3	50	328	1564	20.63%	0.65%	508	0%	-5%	1	327	1299	-10.44%
Jul-20	317	38	9	29	346	1910	31.59%	5.13%	503	-1%	-2%	-4	350	1649	-4.72%
Aug-20	350	43	3	40	390	2301	37.47%	9.50%	521	3%	19%	18	373	2022	-0.47%
Sep-20	343	38	4	34	377	2678	27.06%	11.67%	459	-12%	31%	-62	439	2460	4.73%
Oct-20	345	37	2	35	380	3057	27.49%	13.42%	448	-2%	49%	-11	390	2851	7.46%
Nov-20	322	40	6	35	357	3414	37.02%	15.50%	382	-15%	56%	-66	424	3274	11.97%
Dec-20	272	28	7	21	293	3708	20.20%	15.86%	365	-5%	85%	-17	311	3585	12.41%
Jan-21	272	35	6	29	301	301	37.54%	31.30%	403	10%	54%	38	263	263	31.44%
Feb-21	209	21	4	17	226	527	37.99%	37.73%	480	19%	32%	77	148	411	57.80%
Mar-21	268	27	2	25	293	819	22.29%	31.79%	530	10%	2%	50	243	654	89.28%
Apr-21	298	23	7	17	314	1134	8.83%	24.51%	569	7%	12%	39	275	929	43.98%
May-21	290	25	6	19	309	1443	-5.27%	16.66%	591	4%	17%	22	287	1216	25.09%
Jun-21	315	25	6	19	334	1776	1.85%	13.55%	602	2%	19%	36	297	1513	16.51%
Jul-21	310	25	6	19	329	2106	-4.78%	10.23%	613	2%	22%	11	319	1832	11.09%
Aug-21	339	25	6	19	358	2464	-8.24%	7.10%	632	3%	21%	19	339	2171	7.39%
Sep-21	360	25	6	19	379	2843	0.56%	6.18%	612	-3%	33%	-20	399	2570	4.47%
Oct-21	352	25	6	19	371	3214	-2.24%	5.13%	628	3%	40%	16	355	2926	2.62%
Nov-21	308	25	6	19	327	3541	-8.51%	3.70%	569	-9%	49%	-59	385	3311	1.12%
Dec-21	275	25	6	19	294	3835	0.19%	3.43%	580	2%	59%	11	283	3594	0.24%

资料来源: 招商期货研究所

根据上半年实际情况对下半年供需平衡表进行调整, 供应端下半年减量在 10% 左右, 全年需求量下调至持平去年, 沥青库存从下半年整体累库变为整体去库, 去库时间大致为 9 月及 11 月。近期沥青库存高位但仍处于可控范围, 下半年的持续去库将对沥青裂解价差产生明显支撑。

四、总结与展望

原料端稀释沥青加征消费税严重冲击了原有格局, 近月成本抬升主要锚定原料贴水上涨, 远月锚定配额费+供应缺口(利润)。下半年还存在国家严查税费及配额交易等风险, 未来沥青价格主要受成本上移和利润走强两方面叠加影响。上半年沥青刚性需求没有明

显改善，据下游反映 1-5 月真实需求只有去年同期 40%左右，供需平衡表需求预期或下调至持平或同比微降。近期南方地区降雨增加，环保检查叠加百年庆典，沥青刚性需求增加空间有限。不过在看涨情绪推动下，贸易商及下游有备货需求。根据上半年实际情况对下半年供需平衡表进行调整，供应端下半年减量在 10%左右，全年需求量下调至持平去年，沥青库存从原去库 2 个月变为去库 5 个月。下半年的持续去库将对沥青裂解价差产生明显支撑，建议关注做多沥青利润(BU-SC)的机会。

研究员简介

刘韩：招商期货能源化工研究员，具有期货从业资格(证书编号：F3066558)。中山大学材料工程及香港城市大学金融学硕士，对油品产业链较为熟悉。

安婧：英国华威大学金融硕士，招商期货研究所能化研究员，专注原油基本面研究，善于从国际供需矛盾及数据分析中对行情走势进行判断。（从业资格号：F3035271）及投资咨询资格（证书编号：Z00014623）。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。