



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12月17日

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

# 沥青：成本驱动中枢上移 沥青关注结构性机会

## -2020 年石油沥青市场回顾与 2021 年展望

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、国内沥青产能持续增长 2021 年新增产能仍然较多 .....    | 5  |
| 二、稀释沥青进口大增 马瑞油供应有望恢复 .....           | 6  |
| 三、高利润下 沥青产量连续刷新历史纪录 .....            | 8  |
| 四、沥青进口有所增长 高等级项目需求稳定 .....           | 9  |
| 五、高供给令沥青库存高企 .....                   | 10 |
| 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 “十四五”建设增量将放缓 ..... | 12 |
| 二、地方专项债发力 2021 年政策支持仍可期 .....        | 15 |
| 三、后疫情时期沥青需求预期不宜悲观 .....              | 16 |
| 第六部分 沥青供需平衡分析 .....                  | 17 |
| 第七部分 套利机会分析 .....                    | 18 |
| 第八部分 技术与季节性分析 .....                  | 20 |
| 一、沥青期货价格技术分析 .....                   | 20 |
| 二、沥青期货价格季节性分析 .....                  | 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 .....                   | 23 |

**摘要：**

2021 年沥青产能仍将继续扩张，沥青产量有望保持增长，而在成品油供应过剩挤压成品油利润的情况下将进一步推升沥青的转产，炼厂有望延续 2020 年的高开工。从需求端来看，2021 年将进入“十四五”时期，由于国内公路网的逐步成熟，“十四五”公路建设投资增量预计仍不及“十三五”时期，同时新建公路项目需求将逐步减少，而道路养护需求将持续提升。而从 2021 年的项目需求来看，疫情对国内经济的影响仍不会消除，国内经济的稳定复苏仍需要政策层面的支持，因此，预计 2021 年国家政策层面仍会进一步侧重于基建，公路建设投资仍有望保持在相对高位，进而对沥青需求形成提振。整体来看，预计 2021 年国内沥青市场高供给、高需求有望延续。

## 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 9 日上市交易，上市之初交易活跃度较低，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，且伴随着交易量的放大，而 2016 年底-2018 年三季度，沥青价格持续上行，但此后受成本端下跌影响，沥青运行重心持续下移。

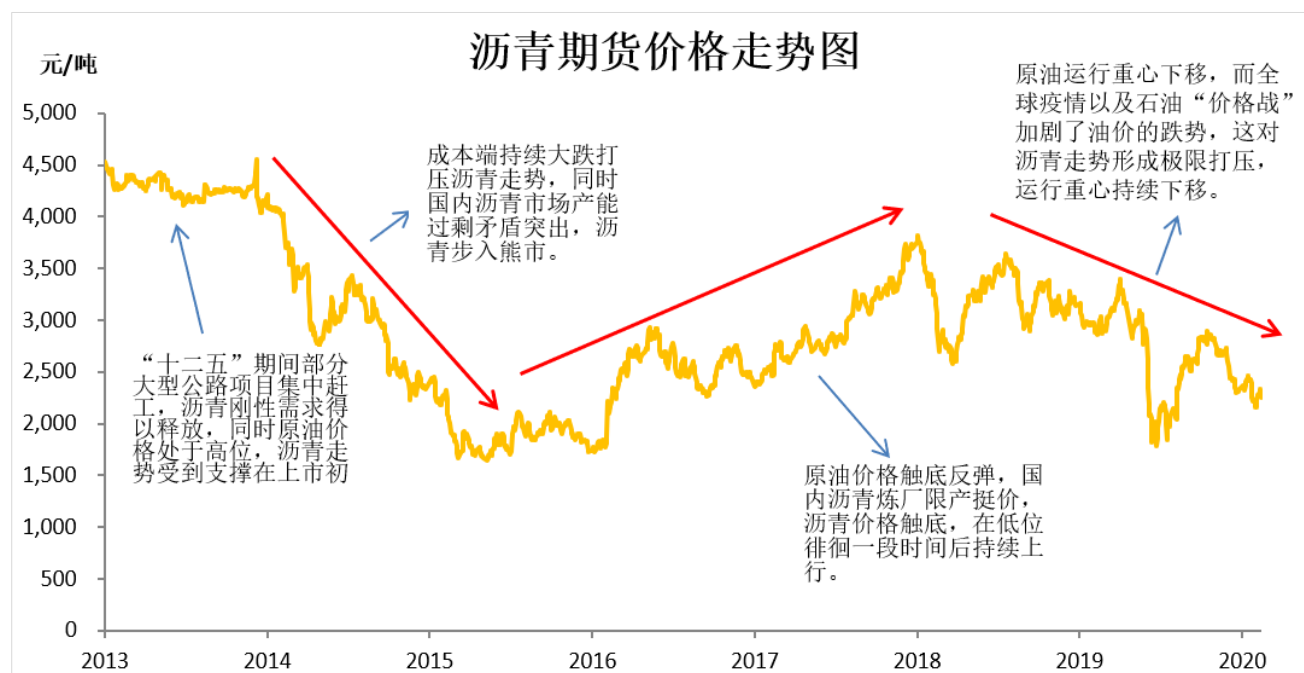


图 1-1：沥青期货走势图  
数据来源：Wind、方正中期研究院

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，原油运行重心下移带动沥青下行，而 2020 年受新冠疫情以及石油市场“价

格战”影响，原油跌至极端位置，也对沥青形成极限打压，沥青整体运行重心进一步下移，从2018年10月份的高点3866元/吨跌至2020年最低点1758元/吨，跌幅达54.5%。

## 二、2020年沥青走势回顾

2020年沥青走势受成本端的影响仍然十分显著，尤其是上半年在疫情以及石油市场“价格战”影响下，原油持续下跌带动沥青下行，而5月份以后原油价格的企稳反弹也推动了沥青的上行，同时下半年受沥青市场高供给影响，沥青整体表现弱于原油。2020年1-4月份，受成本端下跌打压，沥青期价持续下跌，最低跌至1758元/吨，接近2016年初创下的历史低点；5-7月份，受成本端反弹带动，叠加国内疫情缓和后沥青现货需求逐步恢复，沥青期现价格同步上涨；8-12月份，成本端在9、10月份有所下跌，同时沥青市场高供给导致库存持续处于高位，沥青现货整体走弱也推动了期价的下行，沥青运行重心持续下移，最低跌至2110元/吨，跌幅达到28%，但11月份随着成本端上行，沥青价格也企稳反弹。

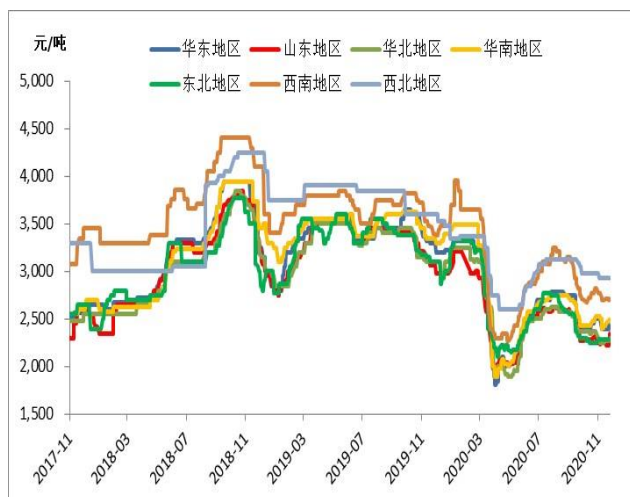


图 1-2：国内各地区重交沥青主流成交价格  
数据来源：Wind、方正中期研究院

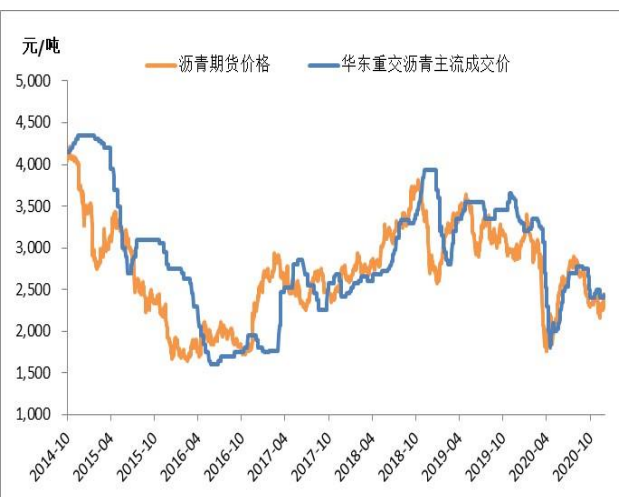


图 1-3：华东重交沥青主流成交价格与沥青期价  
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 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%，此后随着疫情的缓和，国内经济有所恢复，但较疫情前仍有较大差距。在国内经济大幅下行的背景下，基建投资作为逆周期调节工具，在2020年持续发力，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。受此影响，在上半年国内基建投资呈现负增长的情况下，下半年投资增速明显加快，1-10月份国内基建投资完成额累计同比增长3%，与疫情前的增长速度基本持平。

请务必阅读最后重要事项

目前来看，疫情对全球经济的影响短时间内不会消除，尤其是外部环境的恶化会进一步冲击国内的出口，国内经济恢复仍面临阻力，在此背景下，预计 2021 年国内基建投资仍将受到明显的政策支持。



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均有着较强相关性，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 0.84、0.9 和 0.9，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，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

| 时间周期 | 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   | 0.88   | 0.90  | 0.80  | 0.31     | 0.90  | 0.83  | 0.25   | 0.84  | -     |

数据来源：Wind、方正中期研究院

2020 年受到疫情以及石油市场“价格战”影响，原油价格大幅走跌并跌至极端位置，对沥青走势形成较强打压，而在原油的下跌过程中，沥青跌幅不及原油，同时在疫情缓和后油市出现复苏，油价的低位反弹也推动了沥青价格的上涨，且在上涨过程中沥青涨幅高于原油，这使得上半年沥青炼厂利润一直处在高位。2020 年三季度受美国大选以及疫情加剧影响，市场避险情绪升温，原油连续下跌也带动沥青下行，而 11 月份以后随着美国大选结果的逐步明显，市场风险情绪回升，油价连续反弹也对沥青走势形成较强支撑，但下半年沥青利润整体出现萎缩。

2021 年疫苗将逐步投入使用并将减缓疫情对市场的冲击，全球经济环比修复以及美元走弱的预期不会发生变化，市场风险偏好整体将进一步回升；而在 OPEC+ 减产以及原油需求恢复下，全球原油市场有望延

请务必阅读最后重要事项



续去库；因此无论是宏观逻辑还是原油供需面逻辑均支持油价向上运行，但疫情的不确定性以及疫苗大规模使用后的效果与预期的差仍是主要的风险点，这可能会抑制油价上行的高度。整体来看，我们认为 2021 年油价整体运行重心有望进一步上移，并将推动沥青价格运行中枢的抬升。



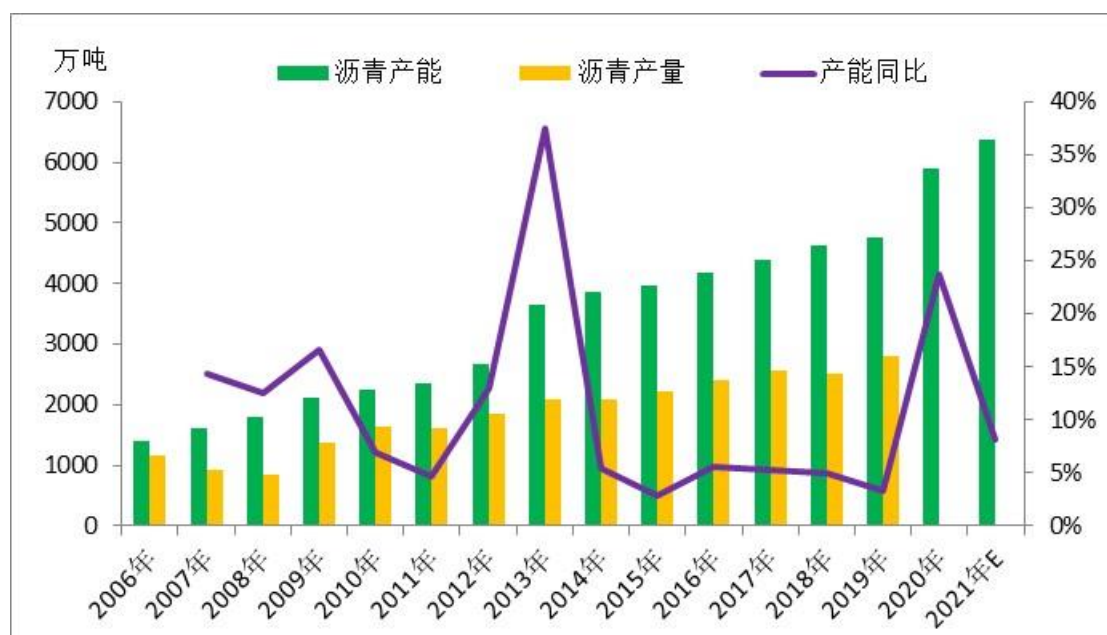
图 3-1：沥青与原油价格走势  
数据来源：Wind、方正中期研究院



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、国内沥青产能持续增长 2021 年新增产能仍然较多



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

国内沥青总产能在过去十几年持续增长,根据卓创资讯的统计,到 2020 年底,国内沥青总产能达到 5900 万吨,产能过剩较为严重。“十三五”前四年,我国沥青产能增速基本维持在 5%上下,而 2020 年国内沥青产能增速却高达 23.69%,据悉,市场对 2020 年“高需求”预期以及 2020 年沥青生产利润持续好于成品油使得炼厂陆续转产、投产以及扩充沥青产能,尤其是转产沥青装置占比超过 50%,导致 2020 年沥青产能出现明显增长。根据卓创资讯的统计,排除转产的沥青装置来看,2020 年国内沥青实际新增投产产能达到 530 万吨,其中山东地区新增占比达到 83%,淘汰的落后产能达到 145 万吨。

根据卓创资讯的统计,预计 2021 年国内新增沥青产能 480 万吨,其中凯意石化 300 万吨的常减压装置将在 2021 年 3 月份投产,而东方华龙、齐旺达以及鑫洲新材料未来也有投产计划,未来国内沥青产能整体将进一步扩张。

表 2：2020 年及以后新增、淘汰产能统计

| 省份 | 企业    | 新增/淘汰产能     | 产能（万吨/年） | 时间     |
|----|-------|-------------|----------|--------|
| 辽宁 | 海德新   | 新增          | 60       | 2020.5 |
| 山东 | 汇丰石化  | 新增          | 140      | 2020.4 |
| 山东 | 海右石化  | 新增          | 190      | 2020.8 |
| 山东 | 金诚石化  | 新增          | 90       | 2020.4 |
| 山东 | 山东路泰  | 新增          | 20       | 2020   |
| 湖北 | 鑫洲新材料 | 新增          | 30       | 2020.4 |
| 山东 | 山东金石  | 淘汰          | 80       | 2020   |
| 山东 | 岚桥石化  | 淘汰          | 60       | 2020   |
| 辽宁 | 盘锦大洼  | 淘汰          | 5        | 2020   |
| 河北 | 凯意石化  | 2021 年及以后新增 | 300      | 2021.3 |
| 山东 | 东方华龙  | 2021 年及以后新增 | 350      | -      |
| 山东 | 齐旺达   | 2021 年及以后新增 | -        | -      |
| 湖北 | 鑫洲新材料 | 2021 年及以后新增 | 100      | -      |

数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

## 二、稀释沥青进口大增 马瑞油供应有望恢复

近几年,马瑞油产量的下降以及对国内供应的下滑令国内沥青行业一直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,2019 年之前,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。2020 年下半年委内瑞拉原油产量降至 30 万桶/日左右,而 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。

表 3：2020 年国内沥青主要的生产原料

| 原油 | 产地 | 收率 |
|----|----|----|
|----|----|----|

请务必阅读最后重要事项

|           |      |      |
|-----------|------|------|
| 马瑞        | 委内瑞拉 | 59   |
| 波斯坎       | 委内瑞拉 | 75   |
| 纳波        | 厄瓜多尔 | 55   |
| 山东卡斯蒂利亚混合 | 哥伦比亚 | 39.5 |
| 冷湖        | 加拿大  | 37.9 |

数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

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，包括马来西亚转口的马混、冷湖、稀释沥青以及中东地区部分重质原油均成为主要的沥青替代原料，且供应相对稳定。2020 年国内稀释沥青进口量大幅增长，海关的数据显示，1-9 月份稀释沥青进口量累计达到 1036.65 万吨，而 2019 年同期进口量仅为 161.35 万吨，同比增长了 543%。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，稀释沥青进口大幅增长在一定程度上补充了沥青原料的供给，使得国内沥青供应整体保持稳定。2020 年底有消息称中石油恢复进口委内瑞拉原油，但尚不明确能否恢复如前，排除马瑞油供给的不确定性来看，国内沥青替代原料供应不会出现大问题，这在一定程度上保证了国内沥青的供应。



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

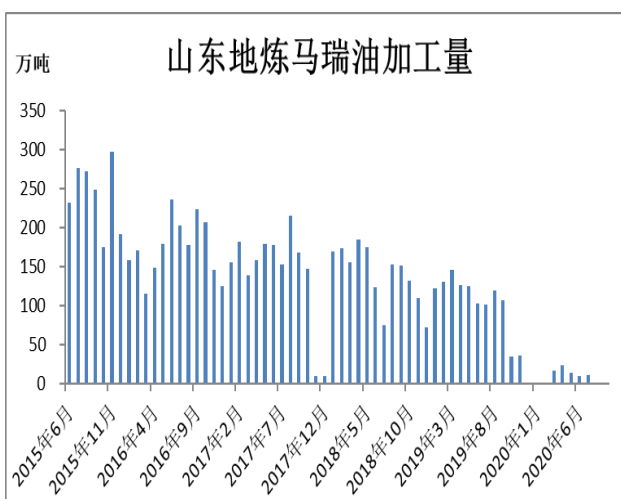


图 4-3：山东地炼马瑞油加工量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院



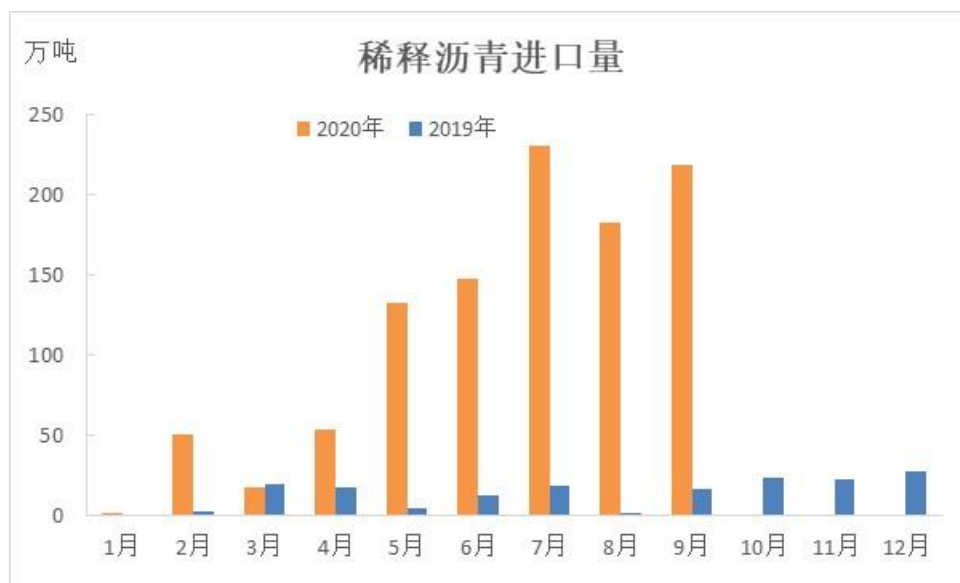


图 4-4：国内稀释沥青进口量  
数据来源：海关总署、方正中期研究院

### 三、高利润下 沥青产量连续刷新历史纪录

受疫情影响，2020 年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，国内沥青产量持续攀升，根据隆众资讯的统计，10 月份沥青单月产量达到 348.3 万吨，创历史新高，而今年 1-10 月份，国内沥青产量累积同比增长 26%。

2020 年二季度以来，国内沥青供应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，2020 年 2 月份以后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 月份降至 30%左右，创历史新低，此后持续回升，7 月份以后开工率基本维持在 70%左右，处于历史高位，11 月份以后有所回落。

2021 年随着国内大型炼化一体化项目的逐步投产，成品油产量的进一步增加将加剧国内供应的过剩，并进一步压缩成品油的生产利润，这将推动转产灵活炼厂转产沥青或其他副产品。而就三桶油来说，随着国产低硫燃料油出口退税政策的实施，三桶油部分炼厂趋向于生产低硫燃料油，这意味着三桶油沥青的产量会有一定压缩。整体来看，2021 年地炼沥青产量占比将进一步增加，而三桶油占比将下降，国内沥青总产量有望继续保持增长。

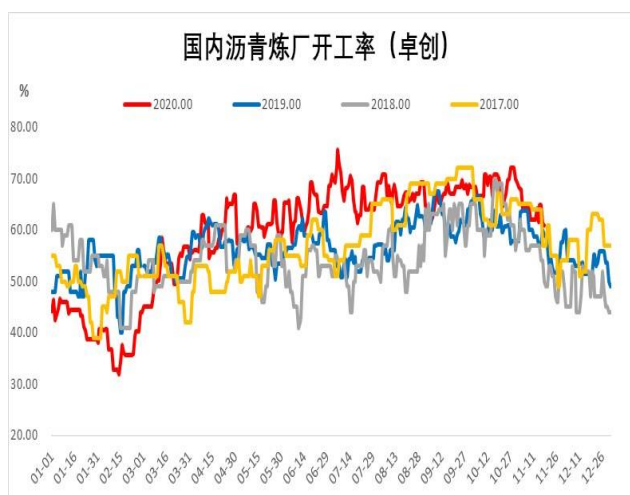


图 4-5：国内沥青炼厂装置开工率  
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

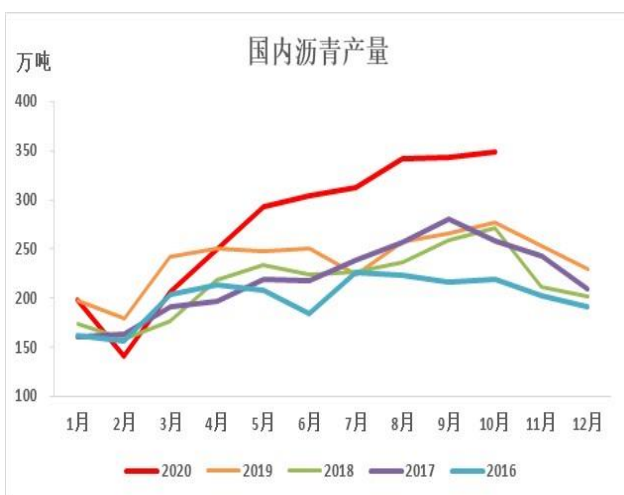


图 4-6：中国石油沥青产量  
数据来源：百川资讯、方正中期研究院



图 4-7：沥青炼厂综合利润与炼厂开工率  
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院



图 4-8：沥青产量与开工率  
数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

#### 四、沥青进口有所增长 高等级项目需求稳定

2020 年以来，国内沥青进口仍然保持增长，1-10 月份国内沥青进口量累积达到 407.75 万吨，同比增长 13.44%，而出口量同比下滑 23%。分地区来看，韩国、新加坡仍然是国内主要的沥青进口国，但 2020 年两国进口量占比较 2019 年有所下滑，马来西亚、泰国的进口量占比有所增长。2020 年国内沥青需求大幅增加，这也在一定程度上提升了沥青的进口需求，国内沥青进口量有望扭转前两年下降趋势，2020 年全年进口量有望超过 460 万吨。

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。从进口利润来看，年内沥青进口利润持续为负，在一定程度上打击了贸易商进口积极性，但由于部分高等级路段建设项目对进口沥青需求稳定，使得沥青进口维持增长。

请务必阅读最后重要事项

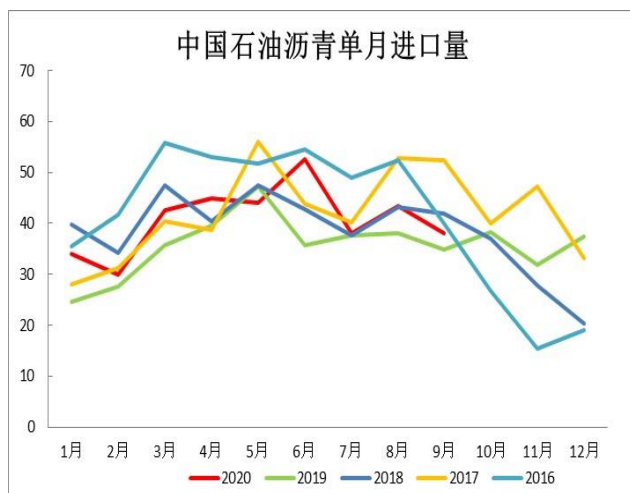


图 4-9：中国石油沥青单月进口量  
数据来源：Wind、方正中期研究院

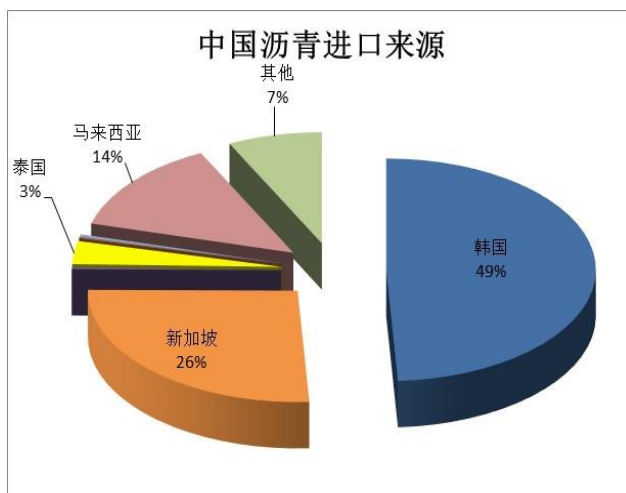


图 4-10：中国沥青进口来源  
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 五、高供给令沥青库存高企

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市场对上游供应的消化能力。2020 年一季度，受疫情影响，国内沥青库存持续增长并高于历史同期水平，但二季度随着需求的恢复，沥青库存有所下降，然而三季度在高供给的影响下，沥青库存整体走高，虽然 9 月份后有所下降，但仍远高于历史同期水平，在此影响下，9 月份以后国内沥青价格也受到明显打压，沥青期现价格持续回落，但年底受到成本端上涨影响，沥青价格受到明显支撑，贸易商采购积极性增强，带动炼厂库存下降。但 2020 年底，沥青社会库存较往年同期偏高，将给 2021 年一季度带来一定的压力。

从季节性角度来看，进入 12 月份到次年 2 月份，由于炼厂开工率的下降以及冬储需求的增长，沥青库存有望进一步去化，但到次年 3 月份以后，随着冬储的结束以及刚需的淡季，沥青库存可能会再度累积。

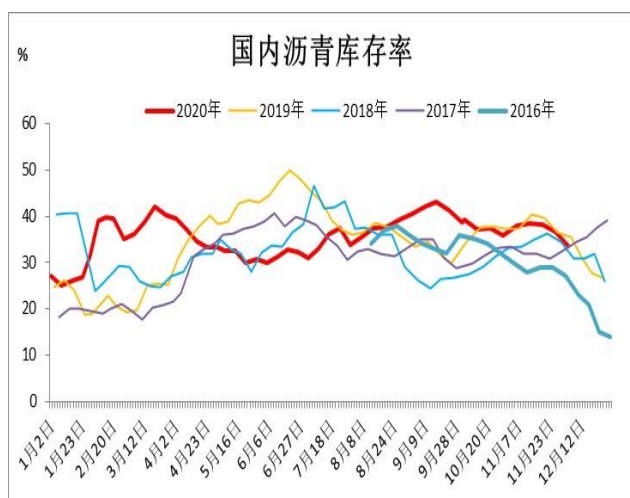


图 4-11：沥青库存率  
数据来源：Wind、方正中期研究院

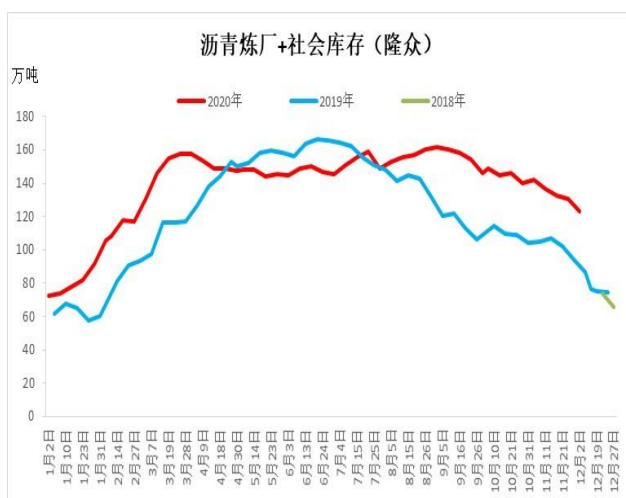


图 4-12：沥青炼厂+社会库存  
数据来源：Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项

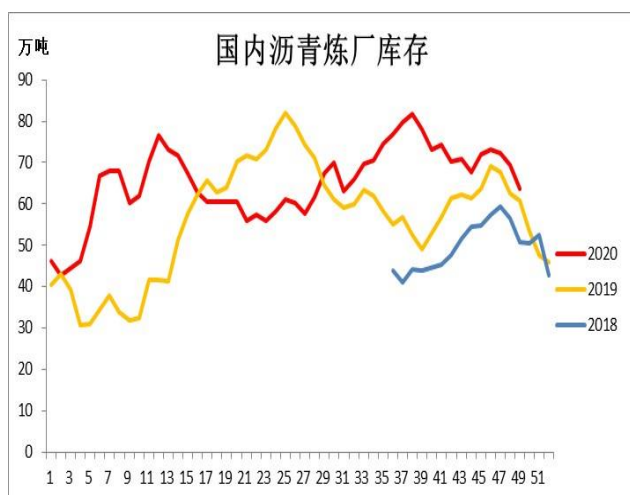


图 4-13：国内沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

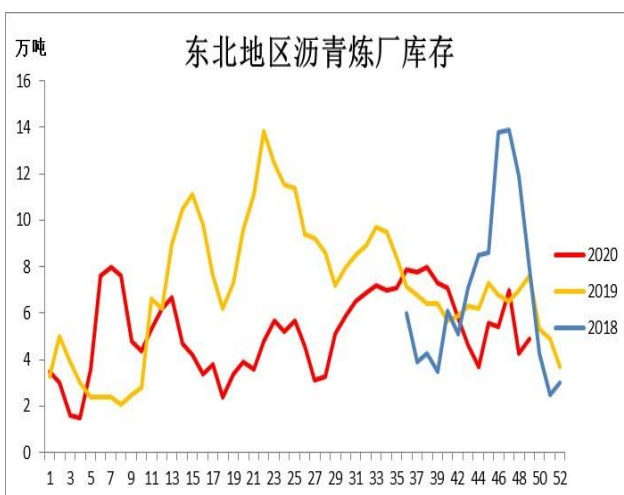


图 4-14：东北地区沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

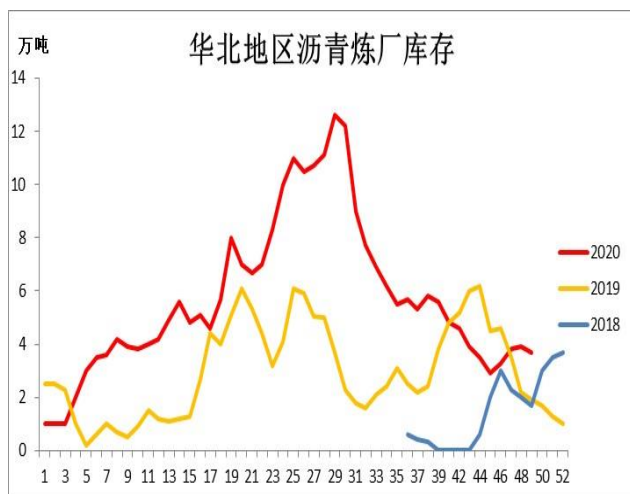


图 4-15：华北地区沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

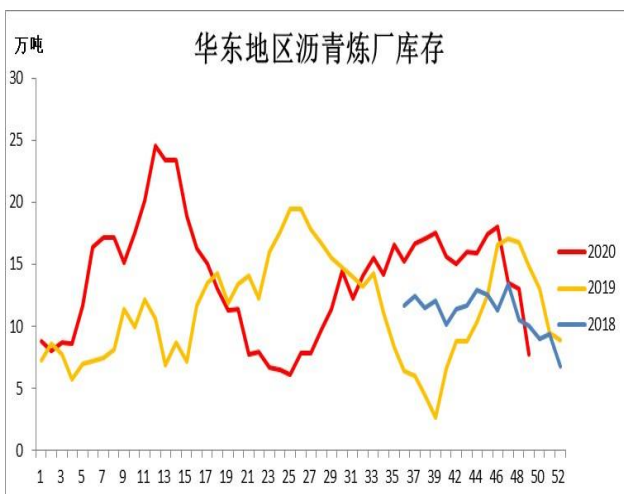


图 4-16：华东地区沥青炼厂库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

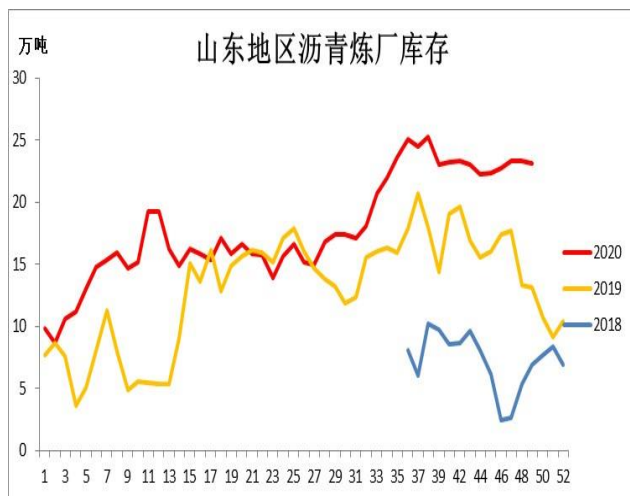


图 4-17：山东地区沥青炼厂库存

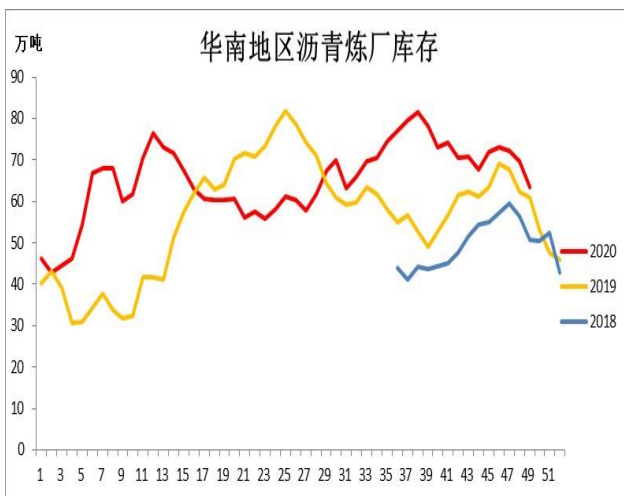


图 4-18：华南地区沥青炼厂库存

请务必阅读最后重要事项



数据来源：Wind、方正中期研究院

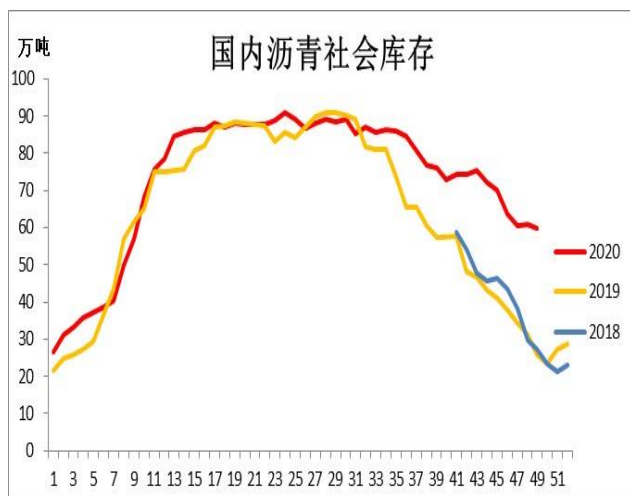


图 4-19：国内沥青社会库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

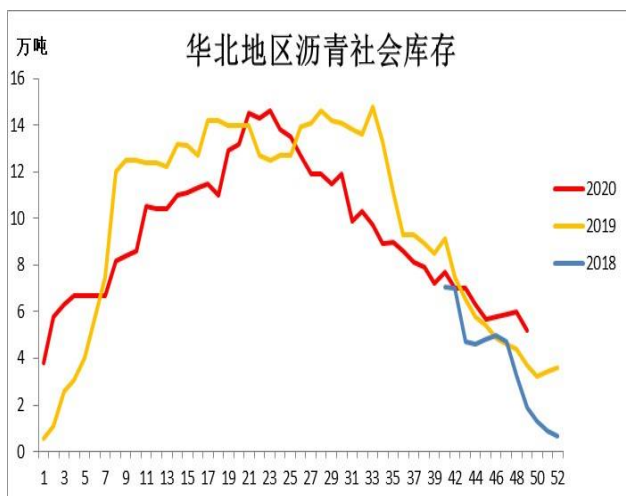


图 4-20：华北地区沥青社会库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

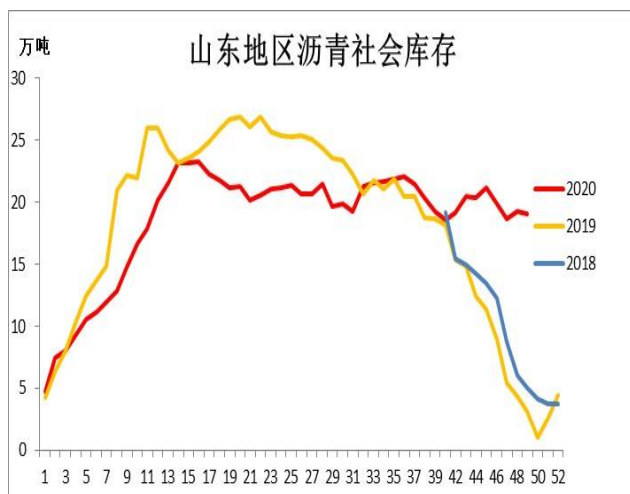


图 4-21：山东地区沥青社会库存

数据来源：Wind、方正中期研究院

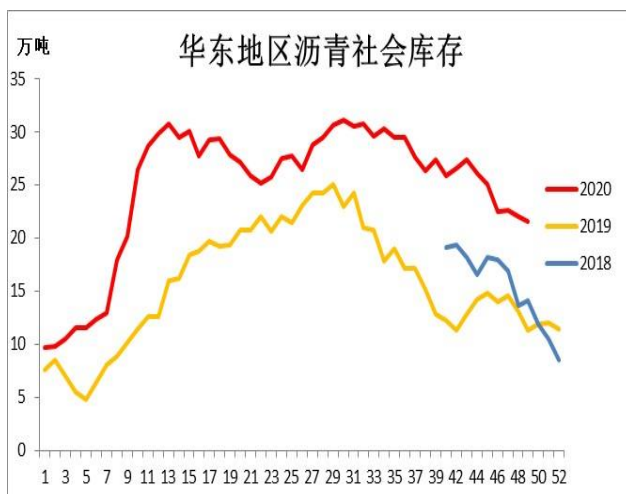


图 4-22：华东地区沥青社会库存

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 “十四五”建设增量将放缓

表 4：中国公路总里程计划及完成情况

请务必阅读最后重要事项

| 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） |

数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

表 5：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） |

数据来源：卓创资讯、方正中期研究院

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，与公路建设投资进度及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。据悉，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，2020 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，而二季度以后公路建设投资步伐明显加快，1-10 月份累计同比增长达到 12%，其中，东部和西部地区公路建设投资增长幅度较高，1-10 月份累计同比超过 12%，中部地区累计同比在 5% 左右。

2021 年将进入“十四五”时期，预计与“十三五”和“十二五”时期相比，公路建设同比增量将出现下降，道路建设增长步伐持续放缓。随着国家公路网的逐步完善，未来新建公路需求将逐步减少，道路养护需求将逐年增加，而道路养护需求的沥青用量相对较少。从高速公路的建设情况来看，根据隆众资讯的统计和测算，未来 5 年重点建设的高速公路主要集中在西部及南部地区，包括云南省、四川省、广东省、广西自治区、新疆自治区、贵州省等，总规模将达到 5.85 万公里，远高于“十三五”时期的高速公路增量。



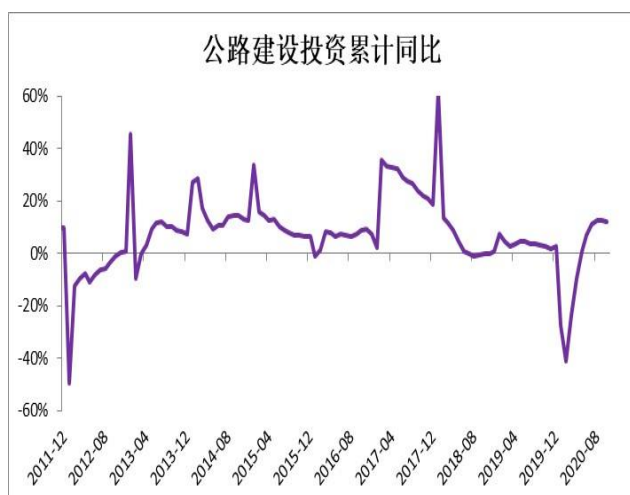


图 5-1: 全国公路建设投资累计同比  
数据来源: Wind、方正中期研究院

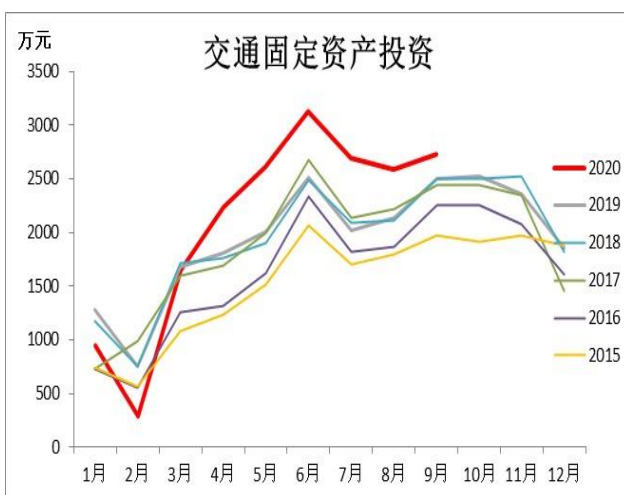


图 5-2: 交通固定资产投资  
数据来源: Wind、方正中期研究院

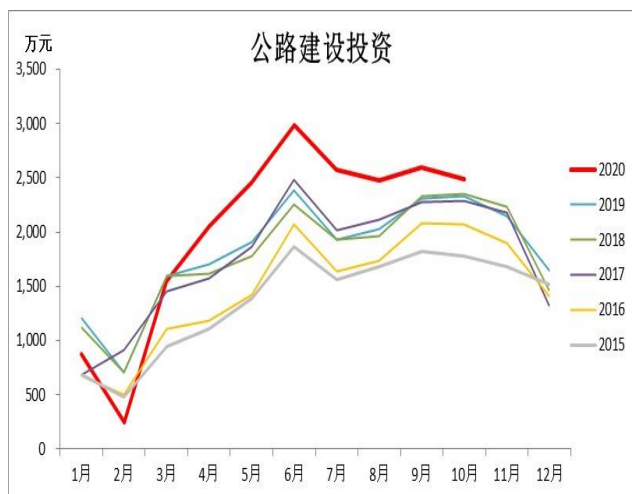


图 5-3: 全国公路建设投资  
数据来源: Wind、方正中期研究院

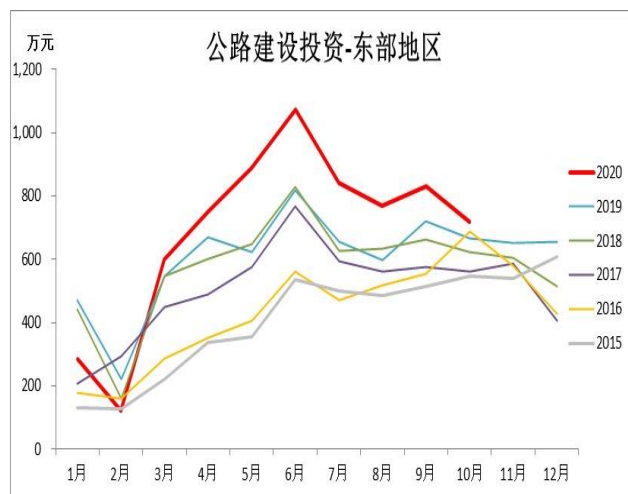


图 5-4: 东部地区公路建设投资  
数据来源: Wind、方正中期研究院

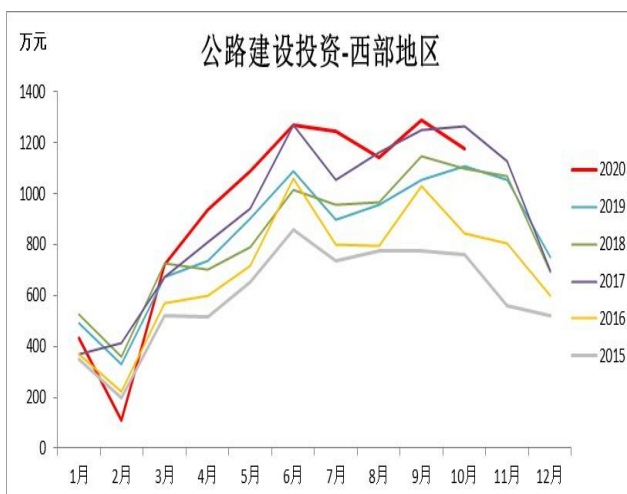
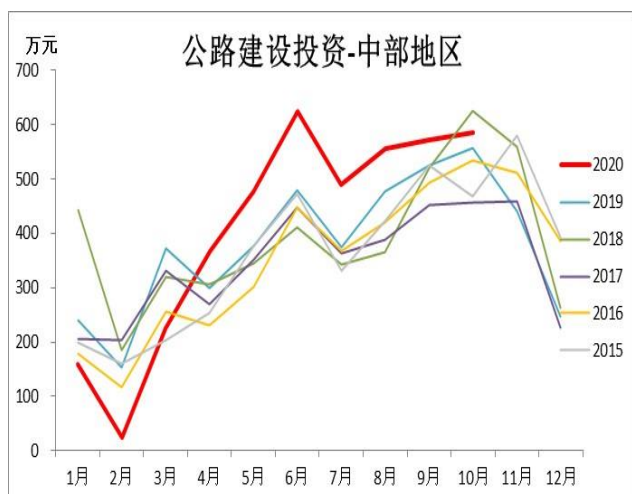


图 5-5：中部地区公路建设投资

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、地方专项债发力 2021 年政策支持仍可期

2020 年，在国内经济受到疫情冲击的背景下，基建作为逆周期调整工具在持续发力，在此背景下，地方政府专项债发行量大幅提高以支持基建。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。上半年地方政府专项债发行进度明显加快，2020 年 5 月份单月发行量高达 9980 亿元，创单月历史新高，但下半年稍有放缓，截至 2020 年 10 月底，新增专项债的发行金额达到 3.55 万亿元，已经超过全年计划发行总量的 90%。从专项债投向来看，由于 7-10 月份棚改投向明显增加，导致收费公路占比下降，1-10 月份有 28% 的项目收益专项债投向了收费公路，而在上半年达到 60% 以上。

整体来看，2020 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，政策的发力也会对公路建设以及沥青需求形成明显支持。而 2021 年疫情对国内经济的冲击仍不会消除，国内经济的稳定复苏仍需要政策层面的支持，因此，预计 2021 年国家政策层面仍会进一步侧重于基建，进而对沥青需求形成提振。

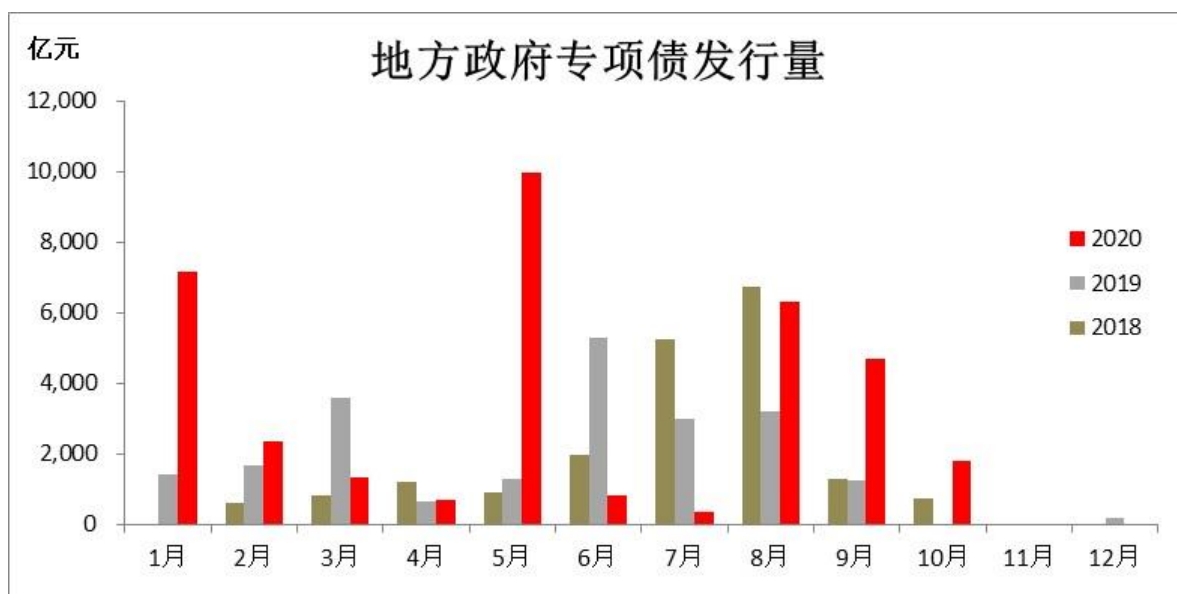


图 5-7：地方政府专项债发行量

数据来源：Wind、方正中期研究院

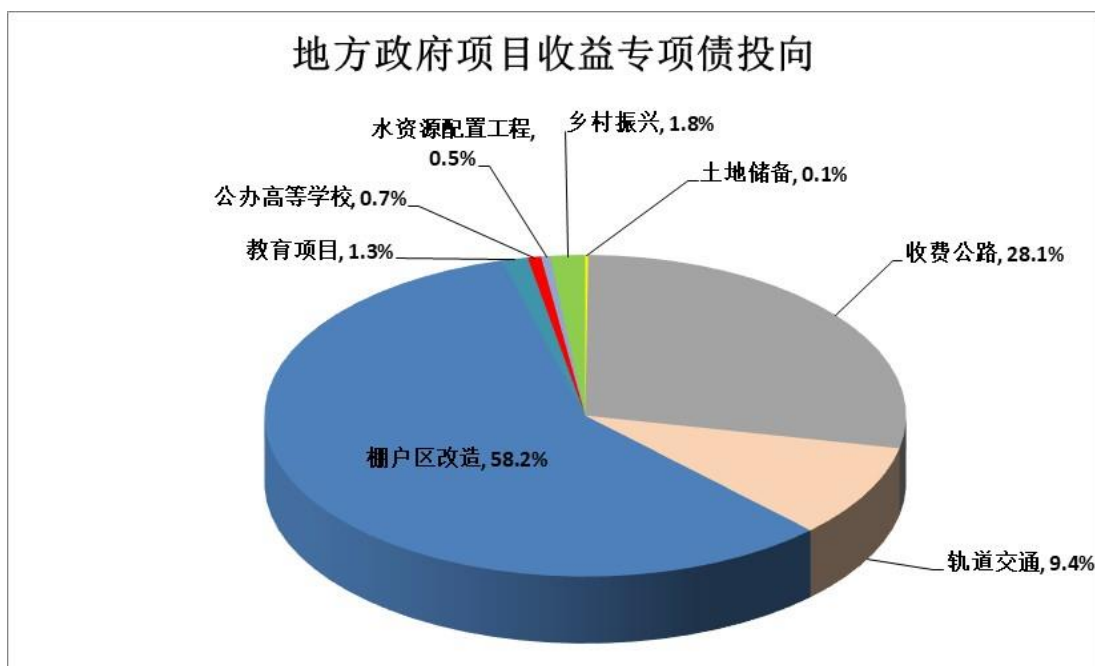


图 5-8：地方政府项目收益专项债投向  
数据来源：Wind、方正中期研究院

### 三、后疫情时期沥青需求预期不宜悲观

受疫情及春节因素影响，2020 年一季度沥青需求大幅萎缩，但随着国内疫情的缓解以及国家对基建的支持，二季度以后，在公路施工逐步启动的支持下，沥青需求持续恢复，但 6 月中下旬-8 月份仍然受到南方降雨的影响，沥青刚性需求释放遇阻，9 月中旬以后明显提升，但 11 月份后刚需再度走弱，整体季节性需求特点较为明显。数据显示，2020 年 1-9 月份，沥青表观消费量同比增长 14%，增幅超过往年同期水平。2020 年是“十三五”的最后一年，下游需求集中爆发，加之炼厂高利润下生产沥青的积极性提高，带动沥青产量大幅增长。

从国内沥青的消费结构来看，道路需求占比仍然最大，达到 80%左右，建筑防水需求占比在 15%左右，焦化船燃需求占比在 5%左右。在道路需求中，道路建设需求占比在 55%左右，道路养护需求占比在 24%左右，近几年国内道路建设需求有所放缓，但道路养护需求逐年增加。另外，得益于房地产市场的发展，防水需求逐年增加，而由于低硫燃料油需求的增加，焦化船燃方向的需求将逐步减少。

进入 12 月份以后，随着沥青刚需的逐步萎缩，到 2021 年 3 月份之前沥青需求主要表现为冬储。当前来看，原油价格持续走高对沥青价格形成一定支撑，预计冬储价格不会过低，若原油持续居高，沥青冬储可能延后。就 2021 年来看，在政策偏向有利支持下，2021 年沥青需求预期不宜悲观。

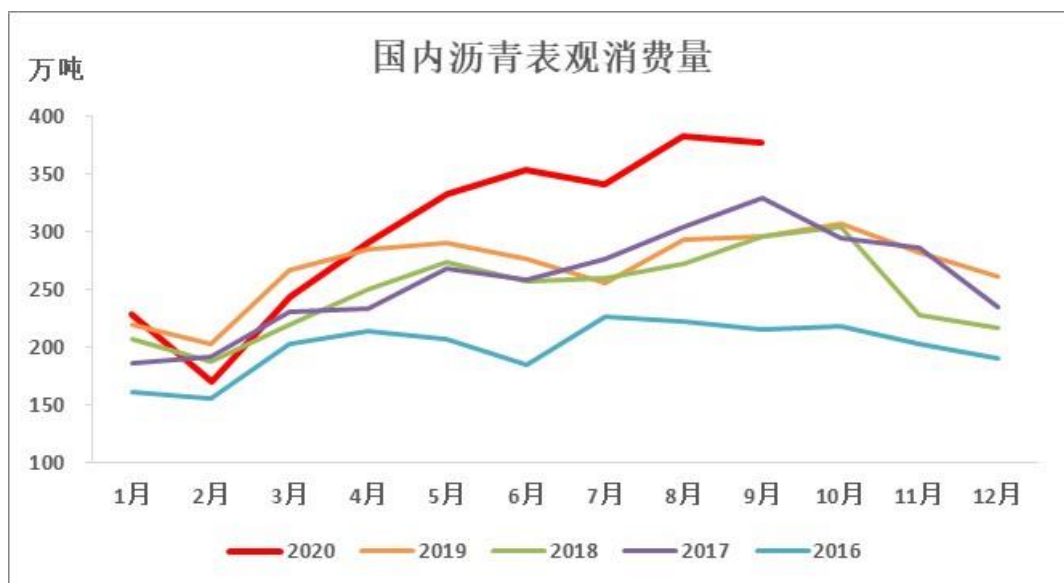


图 5-9：中国石油沥青表观消费量  
数据来源：Wind、方正中期研究院

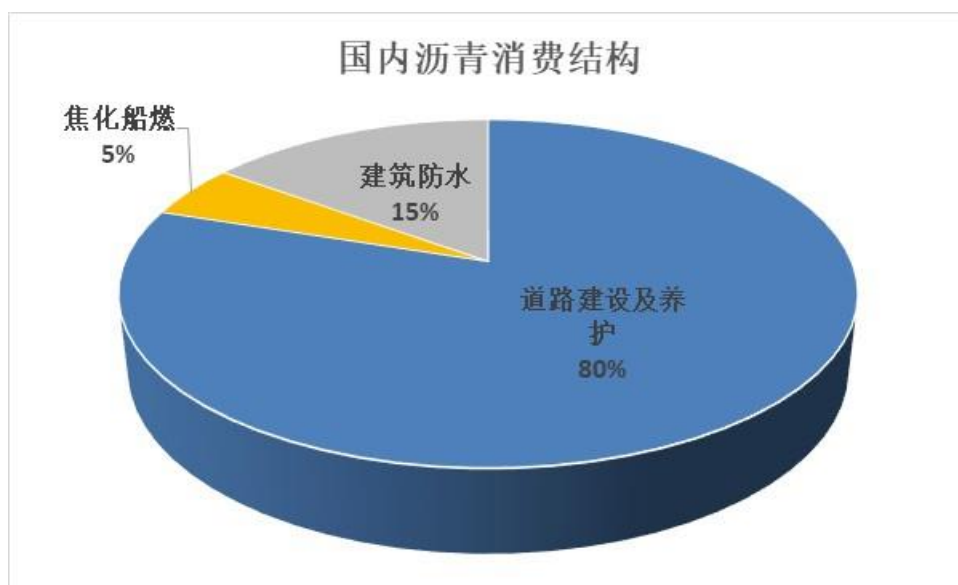


图 5-10：中国沥青消费结构  
数据来源：隆众资讯、方正中期研究院

## 第六部分 沥青供需平衡分析

表 6：沥青供需平衡表

| 沥青供需平衡表 |      |      |      |      |       |       |
|---------|------|------|------|------|-------|-------|
|         | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
| 产量      | 2408 | 2635 | 2591 | 2875 | 3300  | 3500  |
| 进口量     | 495  | 504  | 460  | 429  | 460   | 430   |
| 期初库存    | 60   | 38   | 47   | 62   | 73    | 88    |
| 总供给     | 2963 | 3177 | 3099 | 3366 | 3833  | 4018  |
| 国内需求    | 2904 | 3092 | 2956 | 3225 | 3675  | 3868  |
| 出口量     | 21   | 39   | 77   | 66   | 70    | 80    |
| 总需求     | 2925 | 3130 | 3033 | 3290 | 3745  | 3948  |
| 期末库存    | 38   | 47   | 66   | 76   | 88    | 70    |
| 库存变动    | -22  | 9    | 19   | 14   | 15    | -18   |

数据来源：Wind、隆众资讯、方正中期研究院

近几年，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，国内的沥青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较低水平。尤其是今年年初受疫情影响，国内沥青炼厂开工负荷降至 30% 左右，创历史新低，但二季度以后显著回升，与此同时，一季度国内沥青产量也大幅下降，二季度以后增长明显。虽然 2020 年在公路项目需求增加的情况下，国内沥青需求大幅增长，但由于沥青供给同样较高，使得沥青库存一直处于高位，下半年总体库存水平高于往年同期水平。

我们预计，2021 年在经济环境仍然较弱的背景下，基建投资力度预计仍会增强，沥青需求将继续保持增长，而国内沥青供给将进一步增加，但国内沥青进口量可能出现下降，主要源于国内沥青主要进口来源国韩国受低硫燃料油生产影响较大，沥青供给出现下降。2021 年全年来看，沥青供需基本会维持平衡，整体供需矛盾不大。

## 第七部分 套利机会分析

期现套利方面，2020 年一季度由于沥青期价受油价大跌影响，期货盘面连续下挫，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基差回归。沥青期货价格与原油走势关联性较强，波动较为频繁，而现货价格的调整往往有些滞后，波动性低于期货盘面，通过我们的观察发现沥青基差的变化更多的是由原油波动引起的，往往表现为原油的涨跌引起沥青期货价格的迅速反应，但现货价格的调整滞后，并引起基差的波动。2021 年建议把握原油价格大幅波动时带来的基差变动而产生的期现套利机会。

跨期套利方面，沥青月差与原油月差存在较强的关联性，走势基本保持一致，但在 2020 年底，由于沥青与原油各自基本面出现差异，使得两者月差走势出现背离。从原油月差的角度来看，2021 年有一定走强的预期，从沥青的月差来看，暂看不出明显的规律性，因此可根据原油月差对沥青月差变化的带动来做相应的操作。

跨品种套利方面，沥青盘面利润在 2020 年上半年持续走高，在 8 月初最高超过 700 元/吨，上半年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

请务必阅读最后重要事项



振,使得沥青相对于原油走势偏强。而8月中旬以后,由于沥青现货端供给持续增长,需求难以匹配高供给使得库存持续居于高位,沥青价格受到明显打压,盘面利润自高位回落。当前我们预计,2021年疫情对经济的冲击有望随着疫苗的逐步推出而减弱,届时与宏观经济关联紧密且金融属性较强的原油表现预计会强于沥青的表现,因此预计2021年沥青盘面利润有望进一步回落并处于相对低位,做空沥青盘面利润获利的策略获利机会较大。

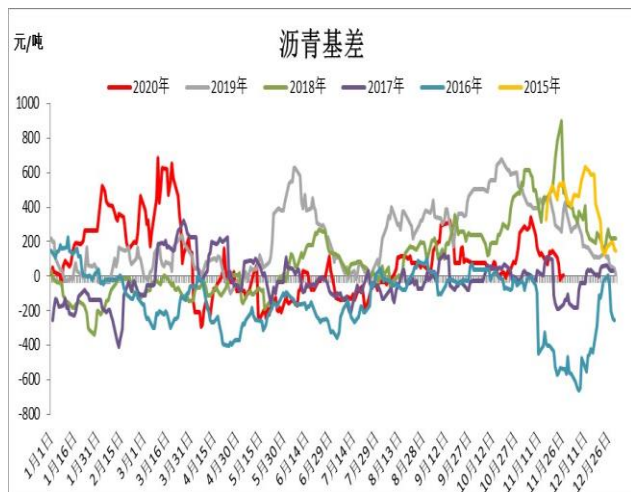


图 7-1: 沥青基差

数据来源: Wind、方正中期研究院

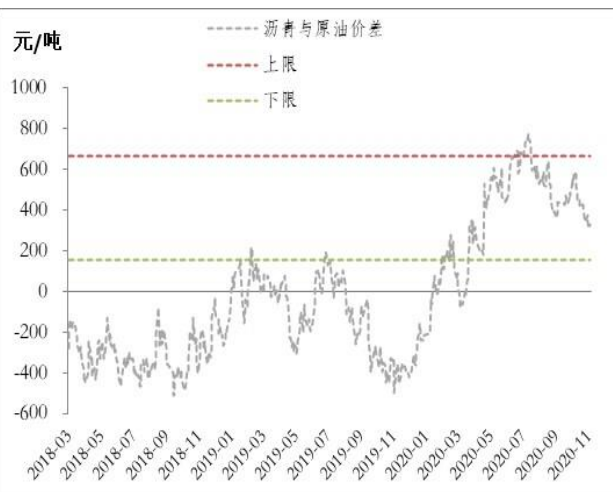


图 7-2: 沥青与原油价差

数据来源: Wind、方正中期研究院



图 7-3: 沥青与原油月差

数据来源: Wind、方正中期研究院



## 第八部分 技术与季节性分析

### 一、沥青期货价格技术分析

沥青期货价格自 2016 年初启动上涨行情，至 2018 年 10 月份达到 3866 的高点，此后运行重心逐步下移，最低跌至 1758，到 2020 年 4 月初，基本完成了完整的 8 浪结构，并启动了新一轮的上涨行情，目前仍处在上行的初期。



图 8-1：沥青技术分析图

数据来源：文华财经、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，我们认为这与沥青期货走势受成本端走势影响更为明显有关。由于沥青是炼厂常减压装置下的直接产品，因此沥青与原油走势之间有着较强的相关性，长期相关系数能达到 0.8 以上，因此就长期趋势来说，相对于沥青供需面，成本端的影响占比似乎更大。近几年，国际宏观局势动荡，原油作为大宗商品的龙头品种波动剧烈，这在一定程度上也间接加大了沥青的波动性。由于成本端对沥青走势影响的特点显著，反而令沥青价格季节性特点弱化。

请务必阅读最后重要事项

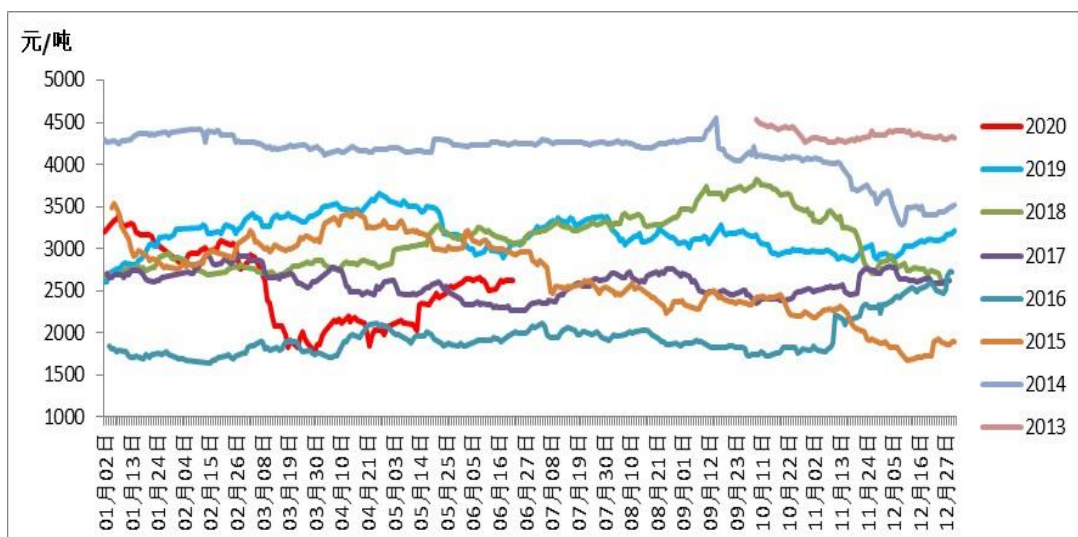


图 8-2：沥青价格季节性走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

|      | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月      | 6月     | 7月     | 8月     | 9月      | 10月    | 11月     | 12月    |      |
|------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|------|
| 2020 | -4.14%  | -10.47% | -32.02% | 10.32% | 24.66%  | 4.69%  | 6.05%  | -4.51% | -13.79% | -5.05% | 8.20%   |        | 2020 |
| 2019 | 20.67%  | 2.58%   | 5.16%   | 5.31%  | -14.30% | 0.97%  | 8.20%  | -8.53% | 2.85%   | -6.48% | -0.13%  | 7.41%  | 2019 |
| 2018 | 10.53%  | -3.52%  | 3.22%   | -3.53% | 12.86%  | 1.91%  | 3.44%  | 5.01%  | 6.73%   | -6.84% | -18.80% | -6.27% | 2018 |
| 2017 | -1.61%  | 7.13%   | -9.22%  | 0.69%  | -11.22% | 0.43%  | 13.52% | 0.07%  | -9.13%  | 3.21%  | 9.50%   | -4.45% | 2017 |
| 2016 | -9.50%  | 2.22%   | -0.23%  | 18.19% | -9.97%  | 11.94% | -9.61% | -1.59% | -6.48%  | 4.62%  | 22.96%  | 22.89% | 2016 |
| 2015 | -21.72% | 12.02%  | 0.26%   | 5.12%  | -7.59%  | -6.14% | -9.96% | -7.35% | -0.09%  | -7.00% | -14.31% | 1.39%  | 2015 |
| 2014 | 2.00%   | -2.64%  | -2.43%  | 0.86%  | 0.62%   | 0.57%  | -0.14% | 0.52%  | -3.56%  | -1.41% | -13.34% | -0.34% | 2014 |
| 2013 |         |         |         |        |         |        |        |        |         | -6.66% | 1.40%   | -1.10% | 2013 |
| 均值   | -0.54%  | 1.04%   | -5.04%  | 5.28%  | -0.71%  | 2.05%  | 1.64%  | -2.34% | -3.35%  | -3.20% | -0.57%  | 2.79%  | 均值   |

-32.02% 24.66%

图 8-3：沥青价格月度涨跌统计

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

2021 年沥青产能仍将继续扩张，沥青产量有望保持增长，而在成品油供应过剩挤压成品油利润的情况下将进一步推动沥青的转产，炼厂有望延续 2020 年的高开工。从需求端来看，2021 年将进入“十四五”时期，由于国内公路网的逐步成熟，“十四五”公路建设投资增量预计仍不及“十三五”时期，同时新建公路项目需求将逐步减少，而道路养护需求将持续提升。而从 2021 年的项目需求来看，疫情对国内经济的影响仍不会消除，国内经济的稳定复苏仍需要政策层面的支持，因此，预计 2021 年国家政策层面仍会进一步侧重于基建，公路建设投资仍有望保持在相对高位，进而对沥青需求形成提振。整体来看，预计 2021 年国内沥青市场高供给、高需求有望延续。

请务必阅读最后重要事项

综合来看，我们认为，2021 年沥青走势的成本端影响仍会十分显著，油市进一步复苏有望带动沥青价格上行，但鉴于经济复苏下原油的金融属性更强或更具上升性，因此预计沥青整体表现会弱于原油，而沥青市场的主要矛盾仍集中在阶段性供需是否匹配，这将带来结构性机会。从价格走势来看，预计未来沥青整体运行重心有望进一步上移，全年运行区间预计在 2400-3400 元/吨，操作上维持中长线多头思路，沥青需求企业可逢低进行买入套期保值操作，重点关注供需错配下的结构性操作机会。

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 2020 年 12 月中旬）

| 股票简称  | 股票代码       | 股票最新价格 | 股票年内涨跌幅 (%) |
|-------|------------|--------|-------------|
| 华锦股份  | 000059. SZ | 5. 72  | -1. 55      |
| 国创高新  | 002377. SZ | 4. 49  | 12. 64      |
| 华锦股份  | 000059. SZ | 5. 72  | -1. 55      |
| 龙洲股份  | 002682. SZ | 4. 54  | 4. 29       |
| 集泰股份  | 002909. SZ | 11. 42 | 42. 73      |
| 宝利国际  | 300135. SZ | 3. 09  | 17. 09      |
| 森远股份  | 300210. SZ | 4. 93  | 44. 15      |
| 冠农股份  | 600251. SH | 7. 21  | 32. 05      |
| 浦东建设  | 600284. SH | 6. 38  | 2. 73       |
| 中远海特  | 600428. SH | 4. 52  | 20. 86      |
| 宝丰能源  | 600989. SH | 12. 94 | 40. 38      |
| 宝泰隆   | 601011. SH | 3. 81  | -15. 52     |
| 中集集团  | 000039. SZ | 14. 81 | 53. 29      |
| 盐田港   | 000088. SZ | 6. 85  | 32. 57      |
| 南京公用  | 000421. SZ | 6. 21  | 38. 21      |
| 粤高速 A | 000429. SZ | 6. 80  | -12. 78     |
| 山东路桥  | 000498. SZ | 5. 18  | 12. 51      |
| 湖南投资  | 000548. SZ | 4. 19  | 0. 00       |
| 城发环境  | 000885. SZ | 12. 11 | 22. 13      |
| 现代投资  | 000900. SZ | 3. 98  | -5. 03      |
| 山大华特  | 000915. SZ | 26. 48 | 0. 84       |
| 皖通科技  | 002331. SZ | 12. 87 | 31. 22      |
| 国创高新  | 002377. SZ | 4. 49  | 12. 64      |
| 新筑股份  | 002480. SZ | 4. 86  | 22. 73      |
| 鸿路钢构  | 002541. SZ | 36. 10 | 242. 96     |
| 宜昌交运  | 002627. SZ | 5. 47  | -6. 66      |
| 成都路桥  | 002628. SZ | 4. 04  | -13. 83     |
| 金溢科技  | 002869. SZ | 38. 91 | -7. 84      |
| 新疆交建  | 002941. SZ | 13. 23 | -24. 34     |
| 粤高速 B | 200429. SZ | 4. 46  | -21. 45     |
| 宝利国际  | 300135. SZ | 3. 09  | 17. 09      |

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

---