

2023 年沥青需求勿过分乐观

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

沥青需求影响因素：价格、信用货币环境、房地产市场、专项债发行增速、交通固定资产投资增速等，2023 年沥青需求增速企稳但较难出现 2020 年需求增速大涨情景，当前市场赋予较高预期溢价在沥青价格中，等待溢价回落。

摘要：

2023 年沥青需求增长所需条件难复制 2020 年。2020 年处于“十三五”五年规划最后一年，宽货币、宽信用环境下基建增速、地产增速高位、专项债发行增速高位、交通固定资产投资增速高位、沥青价格低位，驱动沥青需求高位。2023 年处于“十四五”第三年，基建、地产企稳复苏相对确定但相关条件均较难达到 2020 年增速水平，意味着沥青需求增速较难达到当年水平，沥青价格暴跌对需求增速提升效果显著。

当前沥青期货价格/估值已全面接近或超过 2020 年水平。目前沥青裂解价差中等偏上、沥青与高硫燃油价差高位、沥青与低硫燃油价差高位、沥青与沥青混凝土价差高位、沥青与螺纹钢价差高位，绝对价格高于 2020 年同期，估值反映强基建预期全面接近或超过 2020 年水平，估值溢价较高。

策略建议：

多高硫燃油空沥青，空沥青（3900-4000 元/吨入场）

风险提示：沥青需求超预期增长，沥青供应超预期下降

化工研究团队

研究员：
胡佳鹏（甲醇、尿素）
021-80401741
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

黄谦（PTA、乙二醇）
021-80401738
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明（燃料油、沥青）
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

目 录

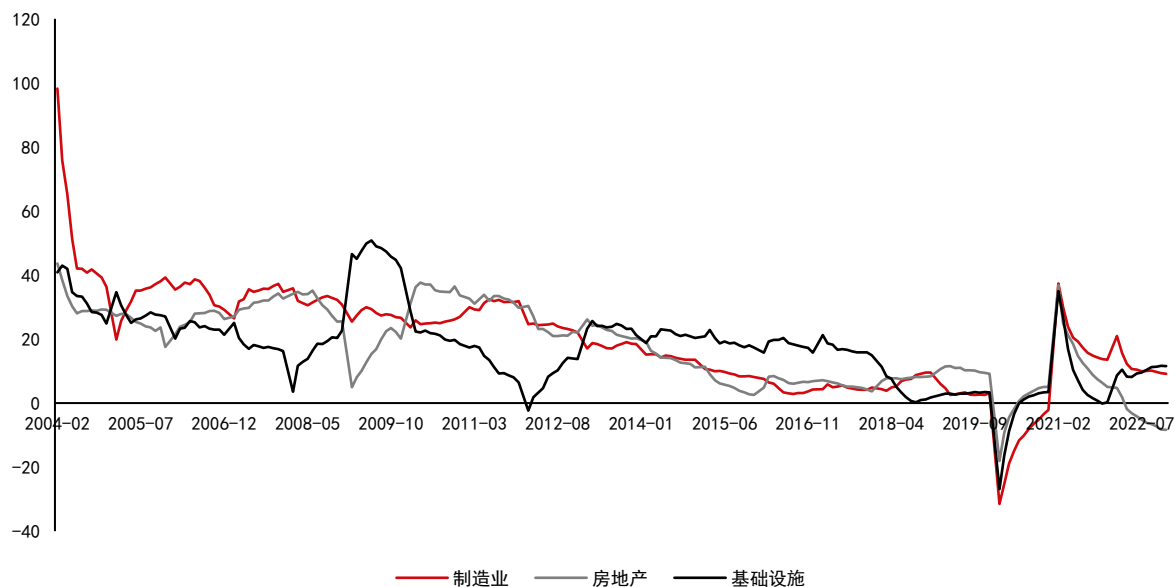
摘要:	1
一、 交通固定资产投资是沥青需求的直接驱动	3
二、 财政、货币政策与基建需求变动关系紧密	7
三、 地产与基建需求变动关系紧密	8
四、 专项债发行增速对基建需求变动影响增强	9
五、 沥青需求影响因素再梳理	14
免责声明	20

图目录

图 1:	固定资产投资累计同比增速	单位: %	3
图 2:	固定资产投资累计同比增速	单位: %	3
图 3:	基建分项占比		4
图 4:	基建完成额累计同比	单位: %	5
图 5:	基建各分项完成额累计同比	单位: %	5
图 6:	基建完成额累计同比	单位: 亿元	6
图 7:	基建投资与沥青需求	单位: %	6
图 8:	货币信用环境与基建投资	单位: %	7
图 9:	房地产施工、销售面积	单位: %	9
图 10:	基建投资资金来源		10
图 11:	地方债数量（按偿债来源）	单位: 亿元	12
图 12:	地方债数量（按资金用途）	单位: 亿元	12
图 13:	专项债用作项目资本金	单位: 亿元	13
图 14:	专项债用作项目资本金领域调整		13
图 15:	基建投资资金来源		15
图 16:	沥青需求增速与投资增速		15
图 17:	沥青需求价格增速与价格同比		15
图 18:	沥青价格	单位: 美元/桶, 元/吨	16
图 19:	沥青裂解价差	单位: 美元/桶	16
图 20:	沥青-燃料油主力合约价差	单位: 元/吨	16
图 21:	东北沥青调和低硫燃油利润	单位: 元/吨	16
图 22:	沥青、螺纹钢和水泥价格	单位: 元/吨	17
图 23:	沥青、螺纹钢和水泥价格同比		17
图 24:	沥青与混凝土现货价格		17
图 25:	沥青/螺纹钢期价		17
图 26:	沥青消费量预估（统计局）	单位: 万吨	18
图 27:	县县通高速年度目标		18
图 28:	沥青价格预估	单位: 美元/桶, 元/吨	18
图 29:	沥青裂解价差预估	单位: 美元/桶, 元/吨	18

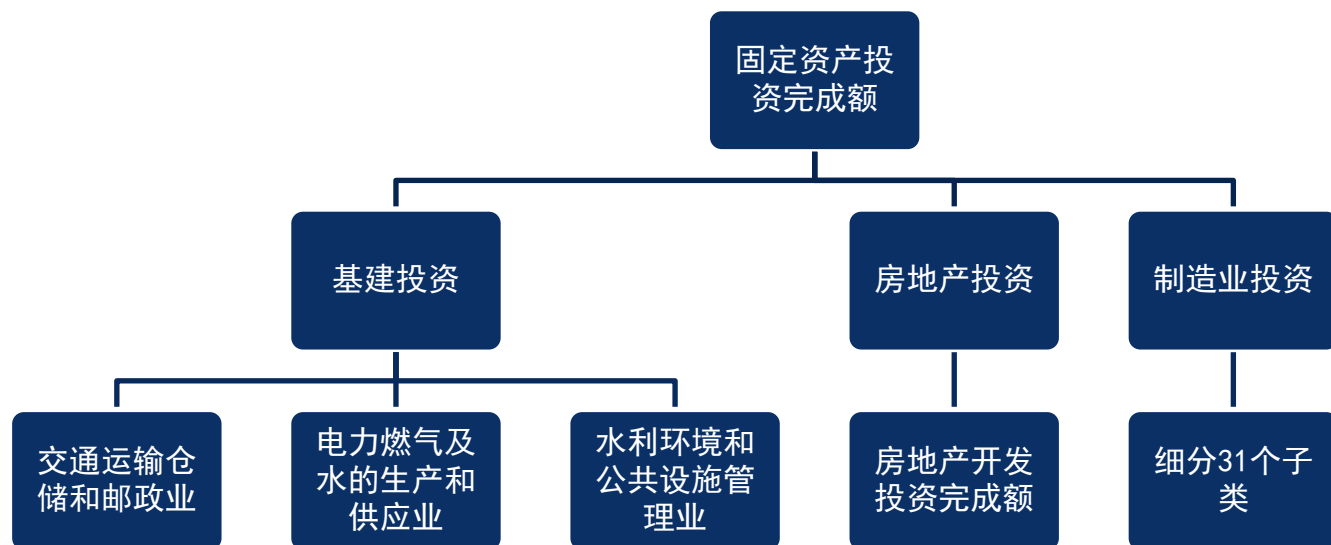
一、交通固定资产投资是沥青需求的直接驱动

图 1：固定资产投资累计同比增速 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 2：固定资产投资分项



资料来源：Wind 中信期货研究所

基础设施建设投资（下文简称“基建投资”）是一个衍生概念，它其实是固定资产投资的一部分。

图 3：基建分项占比

水力、环境和公共设施管理业投资	47.40%
公共设施管理业	39.40%
水力管理业	5.80%
生态保护和环境治理业	2.20%
交通运输、仓储和邮政业	35.40%
道路运输业	23.30%
铁路运输业	4.60%
邮政业	0.20%
仓储业	4%
装卸搬运和运输代理业	0.60%
管理运输业	0.20%
航空运输业	1.40%
水上运输业	1.10%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	17.20%
电力、热力的生产和供应业	12.70%
水的生产和供应业	3.20%
燃气生产和供应业	1.30%

资料来源：Wind 中信期货研究所

交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，三者广义基建投资中的占比分别约为 35%、17%、48%。

继续往下细分，广义基建投资又以公共设施管理业（39%）、道路运输业（23%）、电力热力的生产和供应业（13%）三个子行业为主，三者合计占整个广义基建投资的 75%。另外水利管理业（5.8%）、铁路运输业（4.6%）这两项也占有一定比例。

第一，公共设施管理业。其中最重要的是市政设施管理业，其投资额大概占整个公共设施管理业的 2/3。所谓的市政设施，其实就是我们平时所见到的排水系统、路灯、道路、桥梁、隧道、广场等。它们属于比较典型的政府主导投资的基建项目，往往也是由相关政府部门向统计局报送投资数据。地方政府部门在报送数据时，行业划分是跟着项目（而不是投资主体）走的。比如某地政府报送污水管网工程投资数据，那么该笔投资额的国民经济行业划分就是“公共设施管理业”，而不是政府所属行业。

第二，道路运输业。包括城市公共交通运输、公路旅客运输、道路货物运输，道路运输辅助活动，四者占比分别是 18%、33%、25%、24%。

道路运输业的侧重点是“运输”。一块是城市公共交通运输，包括公交系统、出租车系统、轨道交通等，其中轨道交通投资占 76%左右。另一块是公路旅客运输+道路货物运输，它们的固定资产投资主要是购置各种车辆。

另外还有道路运输辅助活动，其中公路管理与养护的投资额（主要就是修公路）占比高达 71%。注意，这里的“公路”和上文公共设施管理业中的“道路”不同，后者指的是城市内道路，归住建部管。而前者主要指城市以外的道路，包括各种高速公路、国省道公路、县乡道路等，一般归交通部、公路局管。修公路和修城市道路所产生的投资额，一个属于道路运输业，一个属于公共设施管理业。

第三，电力、热力的生产和供应业。电力生产投资占比约为 65%，它的投资额主要来自于各种电站的建设。电力生产又包括火电、水电、核电、风电、太阳能等，一个比较明显的趋势是火电、水电投资占比在持续下滑，而 2012 年后太阳能发电的投资额占比快速上行，2017 年末已达 34%，为所有电力生产业中最高，这体现了光伏行业在这几年间的快速发展。此外，电力供应业投资占比约为 24%，投资项目主要是各种电网工程。热力生产和供应业投资额占比约为 11%，投资项目主要是锅炉等热力生产装置还有供热管网等。

第四，水利管理业。最主要包括各种防洪除涝工程设施、水资源调配工程的建设投资，比如我们所熟知的三峡水利工程和南水北调工程。每年中央都会安排相应的水利投资计划，通过财政拨款的方式来支持相关工程建设。

第五，铁路运输业。投资额主要包括修建铁路、购置火车车辆、建造火车站等。和水利管理业一样，中央也会每年安排一定的财政资金用于铁路投资建设。

图 4：基建完成额累计同比

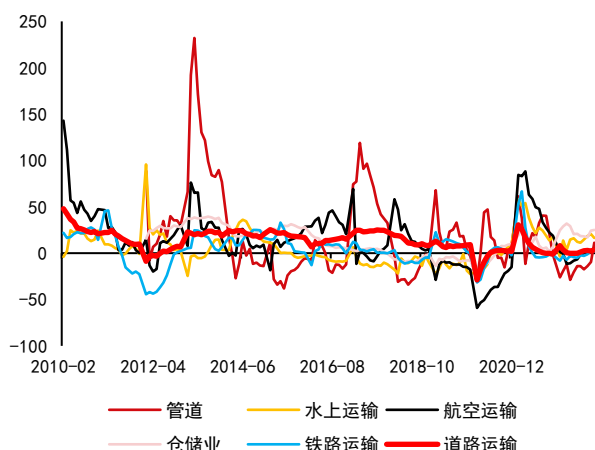
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 5：基建各分项完成额累计同比

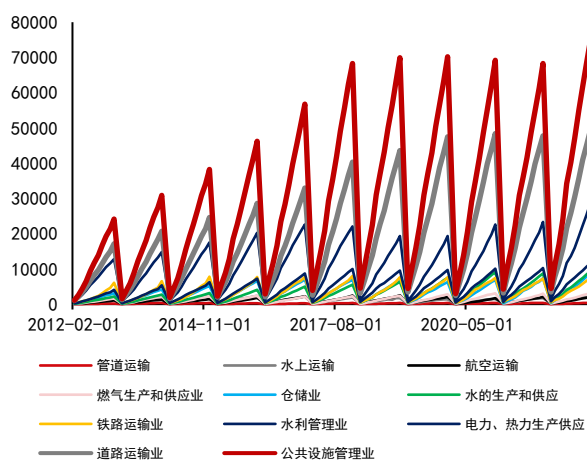
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 6：基建完成额累计同比

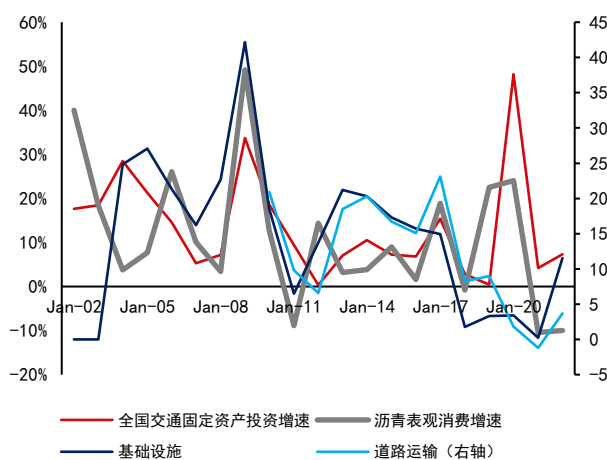
单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 7：基建投资与沥青需求

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

一个基建项目，一般需要经历申报和审批、融资、施工、运营等几个阶段。申报和审批环节往往和政府意愿有关，融资环节和基建的资金来源有关，施工环节则直接反映在基建投资上，投资建设完成之后，基建项目就进入了长达十几年的运营环节。在经济不景气的时期，“用基建托底”几乎成了共识，政府扩大基建投资意愿较足。

财政政策越积极，稳增长的地位越高，基建投资扩张的可能性就越大。

第一，两会及政府工作报告。两会即全国人大+政协会议，召开时间一般是每年3月，（2020年受新冠疫情影响推迟到了5月），持续时间一般在两周左右。我们最主要关注的是两会发布的政府工作报告，它的涉及面非常广，其中也对全年财政政策进行了定调。

第二，政治局会议。通常每个月都会召开一次政治局会议，但是只有4、7、10、12月份的会议以经济为主题。在这几次会议上，一般是先对各季度经济工作进行总结，分析当前经济形势，然后制定下一阶段的宏观政策。其中7月底的会议会对下半年经济政策走向起到关键性的指导作用，尤为重要。

第三，中央经济工作会议。每年年底举行，会议一般持续三天左右。这是规格最高的经济会议，任务一般是总结当年经济工作成绩，并制定来年宏观经济发展规划，是判断第二年宏观经济政策最权威的风向标。政治局会议和中央经济工作会议对外发布的新闻稿一般字数比较精简，解读起来有一定难度，需要观察措辞细微的边际变化，有时甚至要“咬文嚼字”。

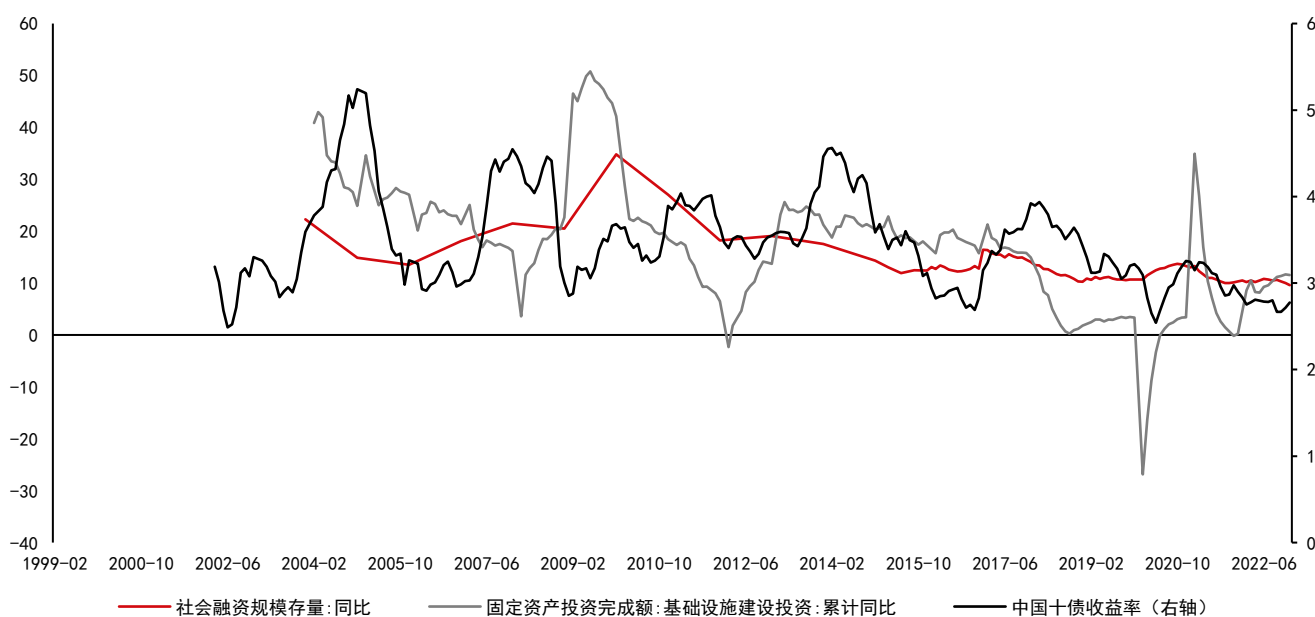
二、财政、货币政策与基建需求变动关系紧密

基建投资取决于内需、外需冲击对 GDP 增长的压力。内需变量包括消费、固定资产投资，固定资产投资主要涵盖基建、地产、制造业。外需即出口，还通过外汇占款影响基础货币投放，从而对基建投资的融资环境产生影响。政府融资是基建投资的“发动机”，涉及货币环境、信用环境、资金组合，货币-信用环境决定政府融资的规模。**资金组合即基建资金来源的融资工具组合，在每一轮周期中都有变化或者创新，另外政府融资模式在一定程度上改变着基建项目的商业模式。**产业链协同主要指上游材料的供应，包括量和价两个维度，在供给侧改革的政策环境下，上游材料供应会出现紧张的局面，且建材价格对需求变化的弹性变大，从而影响基建项目的成本。政府融资是基建投资的核心，由于地方公共财政具有“吃饭财政”的特点，地方政府的基建投资资金来源主要依靠土地财政和大量举债。

每一轮基建周期都伴随准备金率的降低与基础货币的投放，营造宽松的融资环境，配合政府融资，加之公共财政与土地财政具有较强顺周期属性，在基建投资的上升阶段政府融资旺盛，形成净收入，从而政府存款规模扩大，对冲基础货币投放，在一定程度上对货币宽松形成对冲，而在基建投资下降周期，政府存款的减少对基础货币的投放形成一定的支撑。信用环境对基建投资有直接影响，社融增速与基建投资增速相关系数高。

图 8：货币信用环境与基建投资

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

内需、外需共振冲击是三轮基建周期开启的共同条件，每一轮基建投资都伴

随一次货币宽松，包括降准带来的货币乘数上升与其他货币政策对基础货币数量的投放，货币政策与财政政策配合默契。

历史上，财政政策周期和基建投资增速变动一直有着比较强的相关性。不过这几年情况更特殊一些，尽管财政政策一直很积极，但基建投资却趋于下行，两者似乎并不相称。这是因为在中央防风险、严控地方债务的考量下，基建投资的资金可得性出现了问题，造成了地方政府“有心无力”的局面。所以，只从财政政策政策的视角来看待基建投资其实是不够完整的，货币政策、金融监管政策、地方债务监管政策，也都会对基建投资产生很大影响。

三、地产与基建需求变动关系紧密

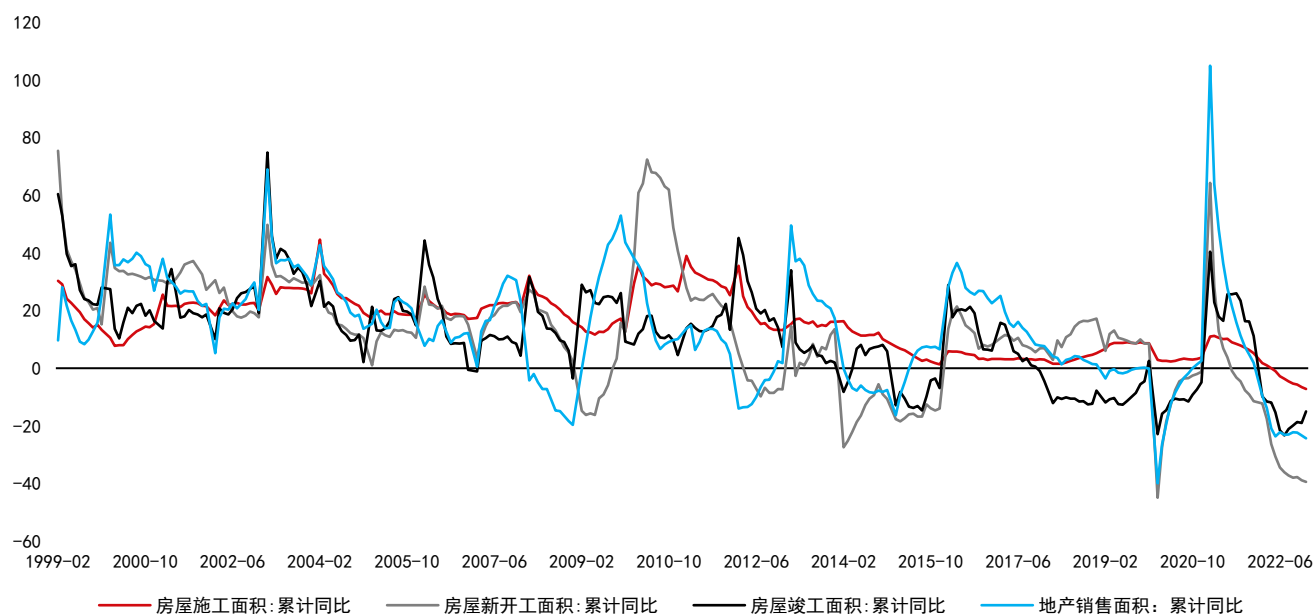
基建与地产的关系有三重：第一，城市的扩张与发展本身是基建与地产在物理空间上的相辅相成；第二，基建与地产都是资金密集型行业，对货币政策敏感，在政策“稳增长”的过程中，地产通过地方财政为基建提供重要的资金支持；第三，基建与房地产建安投资具有规则的波动关系，即对冲、共振、双杀三阶段。在前两轮周期中，基建地产配合默契，基建投资与房地产销售几乎同时启动，基建投资与房地产建安投资都按照对冲、共振、双杀的节奏波动。第三轮周期中，对冲阶段消失，主要因为地产与基建政策错位，2014年930新政导致地产销售提前反弹，因此第三轮周期中，基建与房地产建安投资经历从共振到双杀的过程。这也意味着在第三轮周期中，地产是比基建领先且更强的政策工具。从地产与地方财政的关系来看，2017年地方土地出让金与涉房税收之和占地方政府公共财政收入与政府性基金收入之和比重高达46%，而且是在不计算增值税与所得税中房地产相关收入的前提下，地产对基建的资金的重要性可见一斑。

房地产销售与基建投资在前两轮周期中几乎同步波动，主要原因有两方面：1、每一轮“稳增长”的开启都建立在货币宽松的基础上，基建投资与房地产销售同时受益，基建投资由于政府强大的执行力，项目能够快速落地执行；2、房地产行业的收紧一般是货币与产业政策紧缩同时发力的结果，比如2010年的货币收缩叠加了“国十条”等调控政策，对基建的资金面会产生较大的冲击。

先从收入端来看，国有土地使用权出让金收入、地方政府专项债务收入这两项是我们最需要关注的。国有土地使用权出让金（即卖地收入）是我国政府性基金收入的最重要来源，自2011年以来一直保持在70%以上。2019年全国政府性基金收入决算数为8.45万亿，其中国有土地使用权出让金收入为7.07万亿，占比高达84%。很显然，房地产的景气度直接决定了土地出让收入和政府性基金收入的规模变化。

图 9：房地产施工、销售面积

单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、专项债发行增速对基建需求变动影响增强

基建投资主要有四大资金来源：国家预算内资金、自筹资金、国内贷款、其他资金与利用外资，其中最主要是自筹资金，历史数据来看占比接近 60%，国家预算资金与国内贷款各占 15%左右。

（1）国家预算资金：用于基建投入的主要为一般预算支出与政府性基金预算支出中的相关项目。政府预算内资金占比较多的体现了政府对此类基建项目控制力相对较强，如道路运输、水利管理，但是杠杆效应偏弱。

（2）自筹资金：政府土地出让以及各企事业单位自行筹集的各类资金，包括土地出让为主的政府性基金收入、地方政府专项债、债券、非标、PPP 等。债券资金来源主体主要为各类城投平台与其他国有企业的自有资金与相关建筑施工类企业资金。值得注意的是，我们认为此种借入资金是指有特定投向要求的融资贷款，银行等机构对城投平台的流动性借款，乃至为标的特定项目补充流动性的债券类资金，如发行短融中票筹集后的资金，进入到主体后也形成为自筹资金。由于我国公共财政具有“吃饭财政”的特点，政府性基金是地方政府可支配资金的重要来源，土地出让金是政府性基金的核心部分，占比一直保持 70%以上，2017 年高达 84.7%。政府性基金主要支出领域是基建，这部资金有三大特点：1、政府性基建规模较大、增速快。2017 年全国政府性基金收入规模为 6.15 万亿，是 2008 年的 3.93 倍，其中土地出让金规模 5.21 万亿，是 2008 年的 5.02 倍，2017 年狭

义基建投资规模是 2008 年的 4.37 倍，土地出让金的扩张略快于狭义基建投资；2、土地出让金与基建投资增速高度相关。主要原因在于房地产周期与基建投资周期的存在较高的相关性，在第三轮基建周期中政府性基金的作用显著加强。专项债自从疫情以来成为了分析基建投资新抓手。自 2015 年创设了专项债以来，新增专项债额度逐年递增，分别为 1000 亿、4000 亿、8000 亿、1.35 万亿、2.15 万亿、3.75 万亿、3.65 万亿。2019 年 9 月 4 日国常会规定“专项债不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”，致使 2020 年的专项债中流向基建的资金大幅上升，从 2019 年的约 30% 上升至 2020 年的 60% 以上，规模超过 2 万亿。2020 年以来，专项债发行与基建投资走势一致性较强，专项债发行变化领先基建投资 3-5 个月，这与地方债发行到形成投资之间存在一定时滞的现实情况相吻合。另一方面，2019 年 6 月之后，专项债被允许作为符合条件的重大项目资本金，可以和一般公共财政支出一样撬动更多基建投资。

（3）国内贷款：主要为银行的项目贷款与信托、融资租赁、定向资产管理计划等各种国内借款，不包括流动性贷款，国内贷款占比较多说明资金的利用效率与乘数效应较高，如电力生产、铁路运输、航空运输等。

（4）其他资金及外资等，主要为社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金、其他单位拨入的资金等。

图 10： 基建投资资金来源

名称	比重（2016年）	分项	备注
预算内资金	18%	一般公共财政	包含地方政府一般债
		国债	
自筹资金	58.1%	政府性基金	包含地方政府专项债、土地出让金
		城投债	
		专项建设债	国开行、农发行向储蓄银行定向发行的专项债券
		非标融资	信托资金等
		其他	自有资金、PPP中的社会资本、铁路建设债、政府引导基金等
国内贷款	14.3%	一般贷款	银行表内贷款为主
		政府性银行贷款	国开行、农发行
利用外资	0.2%		
其他资金	9.4%		除以上各种资金以外的资金，包括社会集资、个人资金、无偿捐赠的资金等

资料来源：公开资料 中信期货研究所

传统按照分拆资金来源预测基建投资增速的方法有明显的局限性：首先基建投资完成额与基建资金来源并不相等，且最近三年两者之间的缺口大幅扩大；其次，基建资金的筹措受货币信用环境影响较大，很难对分项做出合理的假设；最后，基建资金作为一个组合在每轮周期中都有创新，线性外推并不合适。

基建投资的核心资金来源可以分为三类：第一类，基础性资金来源，是基建投资资金长期且稳定的来源，包括预算内资金、国内贷款、土地出让金等；第二类，阶段性资金来源，既包括城投这类已经长期存在但逐渐走向没落的资金来源，也包括专项建设债等仅短期存在资金来源；第三类，潜力型资金来源，即逐渐繁荣且有望在下一轮基建周期中发挥重要作用的资金来源，比如专项债、PPP 等。分析前两类资金来源主要看其强弱，分析第三类资金来源主要看趋势。

按偿债来源来看，地方政府债可以分为一般政府债券和专项政府债券。2015 年《地方政府一般债券发行管理暂行办法》（财库[2015]64 号）和《地方政府专项债券发行管理暂行办法》（财库[2015]83 号）文件分别规定了地方政府一般债券和专项债券的含义和期限。一般政府债指地方政府一般债，省、自治区、直辖市政府为没有收益的公益性项目发行的、约定一定期限内主要以一般公共预算收入还本付息的政府债券；专项政府债指地方政府专项债券，为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券，专项政府债券中根据政府性基金收入项目分类规定了不同的专项债券，例如：普通专项债券、土地储备专项债、收费公路专项债、棚改专项债、城市停车场建设、地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业、社会领域产业、双创孵化、配电网建设改造、绿色债券、债转股专项债券、PPP 项目债券、社会领域产业专项债券和农村产业融合发展专项债券等 14 余种品类。专项债种类还在不断扩容，市场规模逐步扩大。

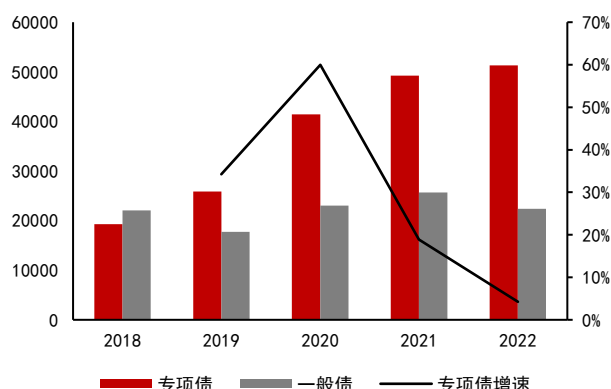
地方政府一般债券是为没有收益的公益性项目发行的、以一般公共预算收入还本付息的政府债券，所以地方政府一般债券发行与国债发行都要列入财政一般公共预算与政府赤字管理；地方政府专项债券是为有一定收益的公益性项目发行的、以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券，不计入赤字率计算。

按资金用途来看，地方政府债可以分为新增债、置换债和再融资债券。置换债和再融资债的区别主要在于前者是置换非政府债券形式债务，而后者是还续政府债券形式债务。

地方债=公开债+定向债=一般债+专项债（普通专项债+项目收益专项债（土地储备+收费公路+棚改等））=新增债+置换债+再融资债券

图 11： 地方债数量（按偿债来源）

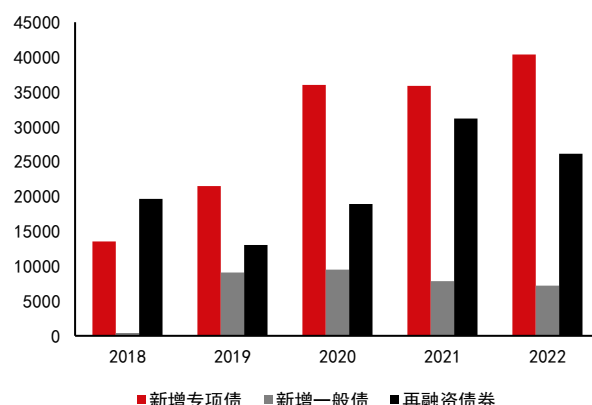
单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 12： 地方债数量（按资金用途）

单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

地方政府专项债在地方基建资金来源中发挥的作用日益提升。自筹资金当中的政府性基金收入主要是全国性政府性基金收入、结转收入、地方政府专项债收入。由于土地出让收入下滑，政府性基金支出空间收窄，因此市场对地方政府专项债规模更为关注。每年的地方政府专项债额度增速也在持续提高。根据有收益的项目类型的不同与对应的不同科目的政府性基金收入，专项债券也有不同的品种，而且地方政府专项债品种也在逐步增加，意图在多个方面配套地方政府基础设施建设资金来源。

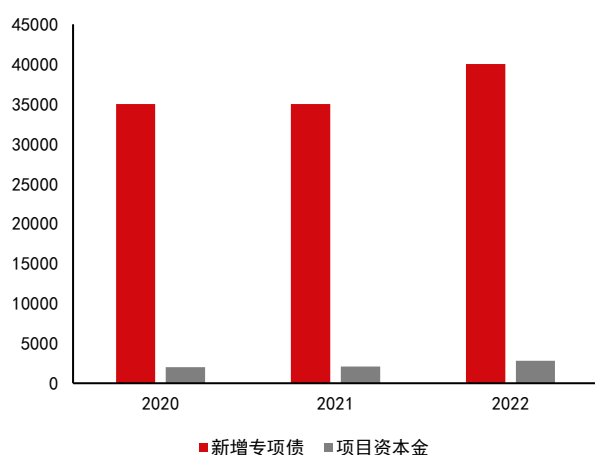
2015 年 1 月 1 日新《预算法》正式实施后，新增专项债券开始发行。再融资专项债券，2018 年开始发行。2020 以来新增专项债券发行量大幅增加，投向有了明显的细化，2021 年继续扩大，2022 年年中又纳入了新基建和新能源（地方政府尚未披露新能源的投向额）。

项目资本金就如同企业资产负债表里的所有者权益，也就是非债务性资金。对于一个项目，也需要有一定比例的资本金才能获得如银行贷款等债务性资金的支持，项目资本金具有撬动项目总投资的功能。资本金可以多方筹措，如项目单位自筹、公共财政支持、专项债支持（本文所提的专项债全部指地方政府专项债券，尤指新增专项债券）、政策性金融工具支持等；如果一段时期内大量资金作为资本金投向基建，基建可能会变得很强势。（参考 2022 年四季度政策性开发性金融工具大部分用作项目资本金带动全年基建投资高速收官）。虽然政策性金融工具具有强大的撬动基建投资的功能，但其充当的仍是一段时期内用来补充项目资本金的角色。资本金要有长期稳定的资金来源，典型的就 是 2019 年 6 月以后专项债才被允许用作项目资本金。2015 年新《预算法》正式实施后，专项债在当年开始发行。2019 年 6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，文中明确“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”。在当时文件提到的专项债作为项目资本金的投向范围是“国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速

公路、供电、供气项目”。之后 2021 年 2 月财政部和国家发改委出台的《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》明确专项债资本金的投向范围是“铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水 10 个领域”。从领域看，铁路几乎是每个省份专项债资本金的主要投向，收费公路、水利等是重点投向。2022 年监管部门明确（2022 年下半年起、2023 年投向），可用作项目资本金的投向领域在原有 10 个领域的基础上增加新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施 3 项，专项债可作资本金领域由此扩大至 13 项。

图 13： 专项债用作项目资本金

单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 14： 专项债用作项目资本金领域调整

2022年	2023年
铁路	铁路
收费公路	收费公路
干线机场	干线和东部地区支线机场
内河航电枢纽和港口	内河航电枢纽和港口
城市停车场	城市停车场
天然气管网和储气设施	天然气管网和储气设施
城乡电网	城乡电网
水利	水利
城镇污水垃圾处理	城镇污水垃圾处理
供水	供排水
	新能源项目
	煤炭储备设施
	国家级产业园区基础设施

资料来源：Wind 中信期货研究所

1、焦作至唐河高速公路项目

（1）项目概况

焦作至唐河高速公路方城至唐河段工程项目全长约 101.856 公里。项目设置主线桥 6628 米/37 座；分离立交 53 处；天桥 976 米/10 座；通道 120 道；互通立交 11 座；涵洞 105 道；养护工区 2 处，监控分中心 1 处，匝道收费站 8 处，服务区 2 处；新建永久占地 11638 亩。

（2）筹措资金构成

本项目估算总投资为 1023802.12 万元，建设资金来源分为债券资金、企业自有资金和银行贷款资金。该项目拟申请地方政府专项债券资金 400000.00 万元，南阳交通建设投资有限公司作为项目单位唯一股东，利用自身经营收益在项目建设期分年度注资 173802.12 万元，剩余 450000.00 万元由项目单位通过银行贷款解决。

（3）专项债资金占资本金比例

资本金 343802.12 万元，其中专项债券资金用于项目资本金 170000 万元，占比为 49.45%。

（4）收入来源

车辆通行费收入、广告牌收入

（5）案例亮点及借鉴

1. 本项目由南阳方枣高速公路有限公司（城投公司）作为该项目的建设主体，以申报主体的方式参与到专项债券的投资建设运营。根据该项目法律意见书披露的相关信息，该项目单位系有效存续的国有全资企业且不存在政府隐性债务，其作为本项目实施主体，具备申请政府专项债券的主体资格。

针对同类型项目，可将城投公司作为专项债券的建设主体，申请使用地方政府专项债券以及银行贷款，充分发挥债券资金的杠杆作用。

2. 该项目资金来源主要有债券资金、企业法人项目单位股东注资和银行贷款。项目依靠车辆通行费（政府性基金收入）、广告收入（专项收入）作为专项债券还本付息的资金来源，以保证项目能够实现项目收益与融资自求平衡。关注政研君，掌握政策风。

针对同类型项目，可将收入兼有政府性基金收入与专项收入的项目，通过申请使用专项债券与银行贷款的方式筹集项目建设资金。

五、沥青需求影响因素再梳理

对沥青需求的测算我们尝试过从公路里程角度探究，在【中信期货能源（沥青）】2020 沥青需求牛市新起点——从统计公报看沥青需求专题报告 20200513 中，我们通过五年规划里程计算公路里程目标测算沥青需求，初次尝试将公路里程与沥青需求建立联系。

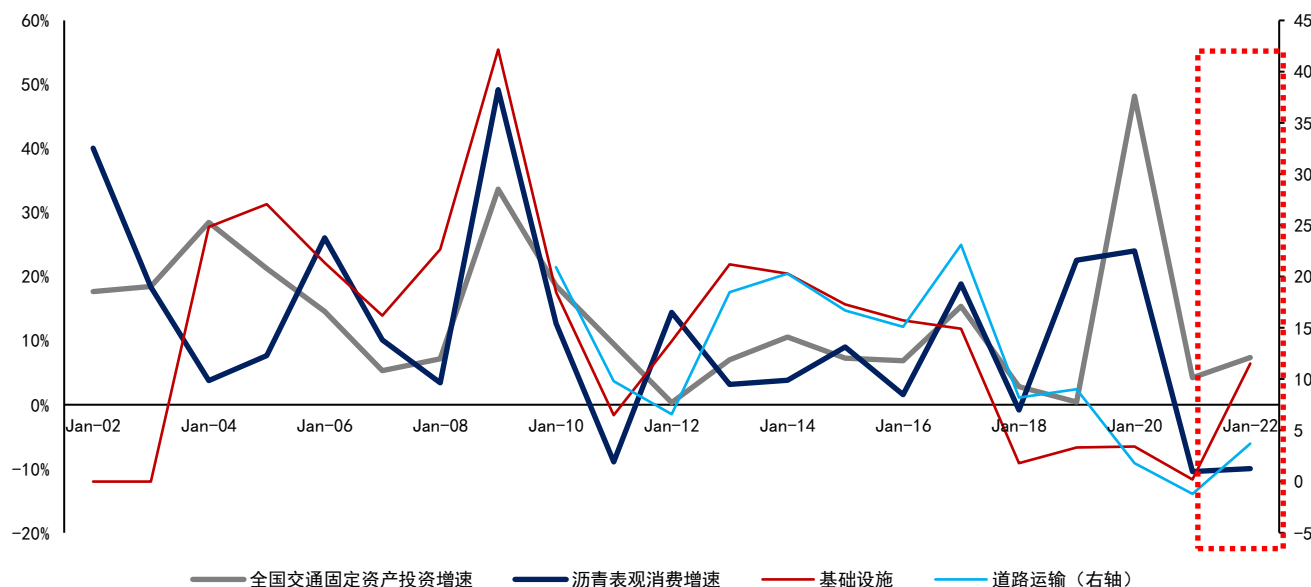
【中信期货能源（沥青）】“十四五”公路里程降速，2021 沥青需求悲观——2020 统计公报看沥青需求——专题报告 20210530 中，我们得到四级公路（农村公路、县道、乡道）增速与沥青需求增速、交通固定资产投资增速的关系。

【中信期货化工（沥青）】沥青估值怎么看？——专题报告 20220512 我们得到沥青价格与需求的关系。

综合以上专题我们得出结论：**沥青价格高低是沥青需求增速的决定因素，交通固定资产投资增速是沥青需求增速的直接驱动，该投资增速水平受国内信用货币环境、房地产市场、专项债发行增速影响。**历史上看，交通固定资产投资走平期间（维持 10% 增速）出现过沥青需求负增长的情景（2022 年交通固定资产投资

10%正增长对应沥青需求-10%增长)。

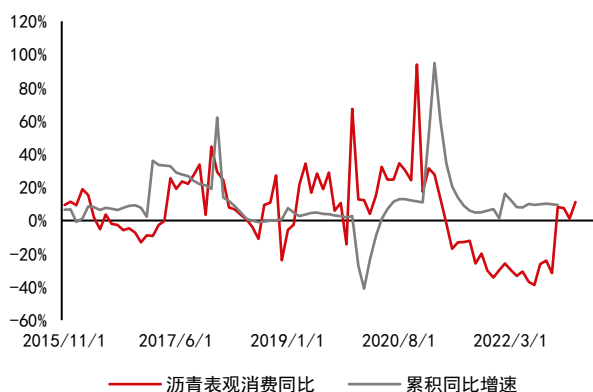
图 15: 基建投资与沥青需求增速



资料来源：公开资料 中信期货研究所

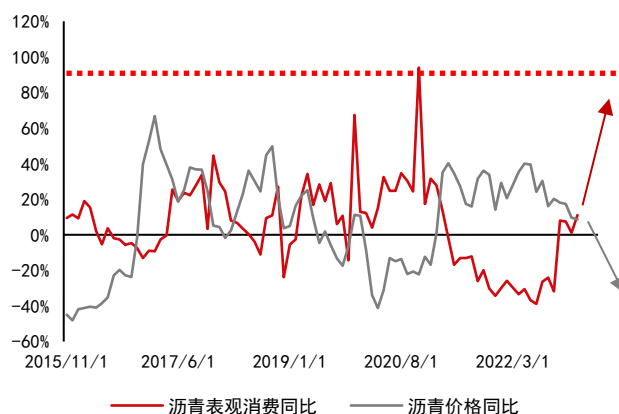
展望后市：宽货币宽信用环境下房地产市场企稳，2023 年专项债发行量有望创纪录高位但增速维持低位，交通固定资产投资有望维持 10%以上增速，现有沥青价格背景下（3900 元/吨，同比 2022 年均价 3915 持平），2023 年沥青需求增速大概率维持-10%增长，若要需求由负转正至+10%——需要沥青价格有较大程度下跌、专项债增速水平接近 2020 年（基数较大，2023 年出现概率较低）。10%增速远低于 2020 年沥青需求增速水平，意味着沥青需求若要出现较大程度增长，价格低位（远低于现有价格水平）是必要条件。

图 16: 沥青需求增速与投资增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 17: 沥青需求增速与价格同比



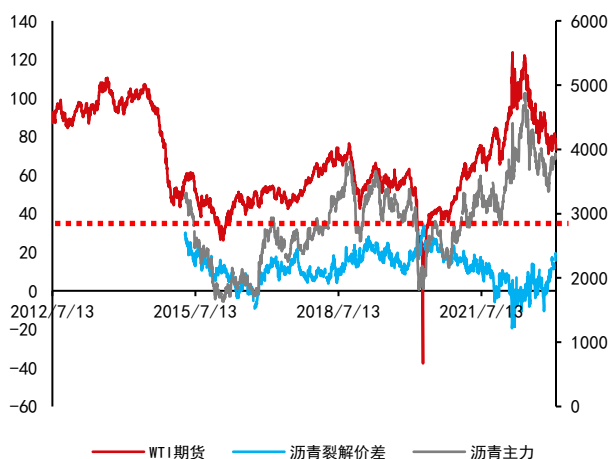
资料来源：Wind 中信期货研究所

当前沥青期货价格/估值已全面接近或超过 2020 年水平。目前沥青裂解价差中等偏上、沥青与高硫燃油价差高位、沥青与低硫燃油价差高位、沥青与沥青混凝土价差高位、沥青与螺纹钢价差高位，绝对价格高于 2020 年同期，估值反映强基建预期全面接近或超过 2020 年水平，估值溢价较高。

沥青裂解价差处于中等偏上水平，供应增量无忧：

图 18： 沥青价格

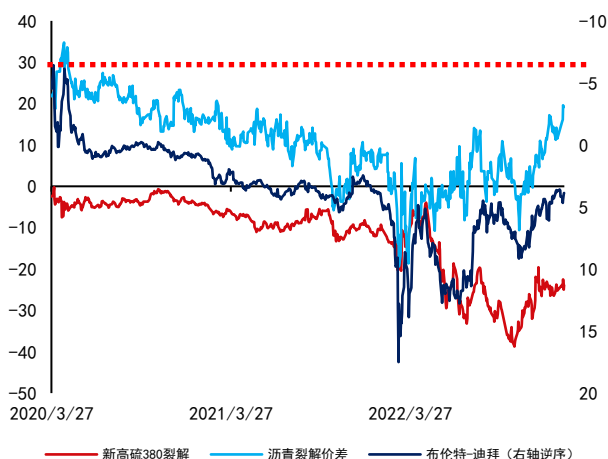
单位：美元/桶，元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 19： 沥青裂解价差

单位：美元/桶

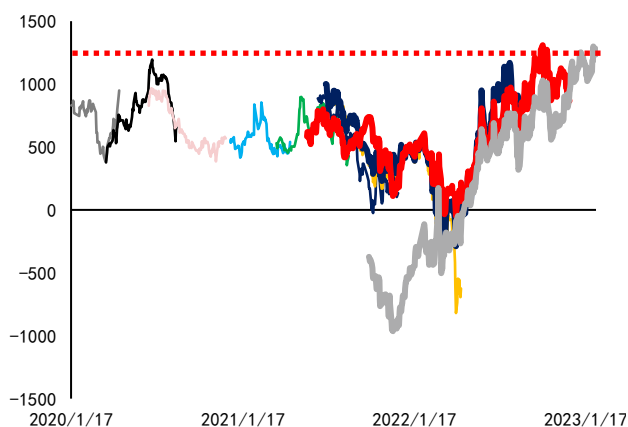


资料来源：Wind 中信期货研究所

沥青-燃料油价差处于绝对高估水平、沥青-低硫燃油价差处于绝对高估水平，炼厂加工稀释沥青利润高位，东北沥青调和低硫燃油资源有望释放到市场增加沥青供应：

图 20： 沥青-燃料油主力合约价差

单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 21： 东北沥青调和低硫燃油利润

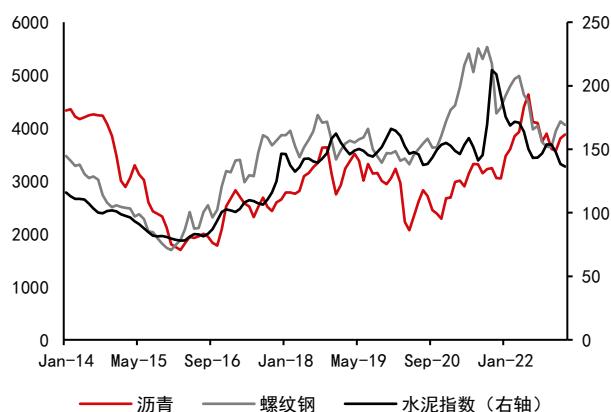
单位：元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

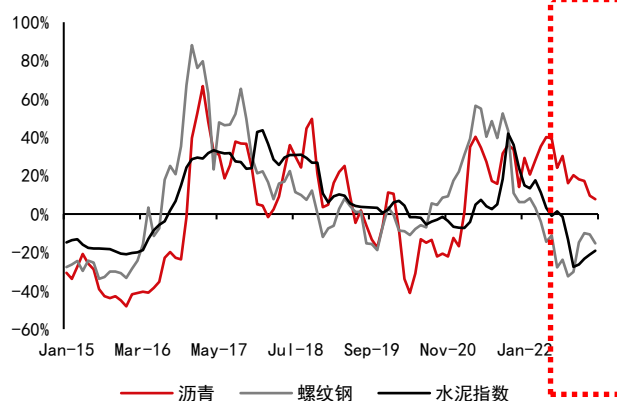
沥青较螺纹钢、沥青混凝土价格偏高估，价格同比处于高位：

图 22： 沥青、螺纹钢和水泥价格 单位：元/吨



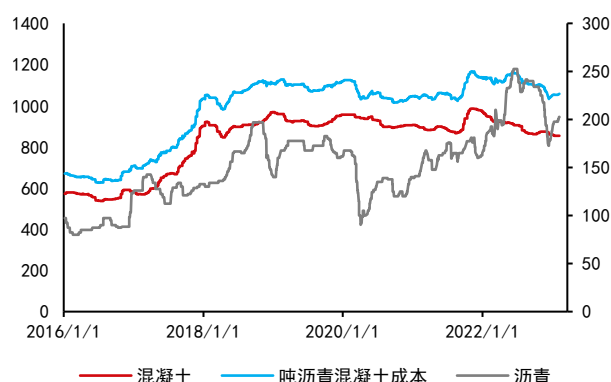
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 23： 沥青、螺纹钢和水泥价格同比



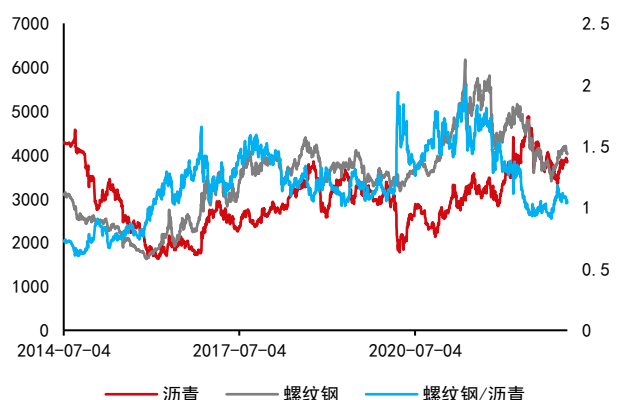
资料来源：Wind 中信期货研究所

图 24： 沥青与混凝土现货价格



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 25： 沥青/螺纹钢期价



资料来源：Wind 中信期货研究所

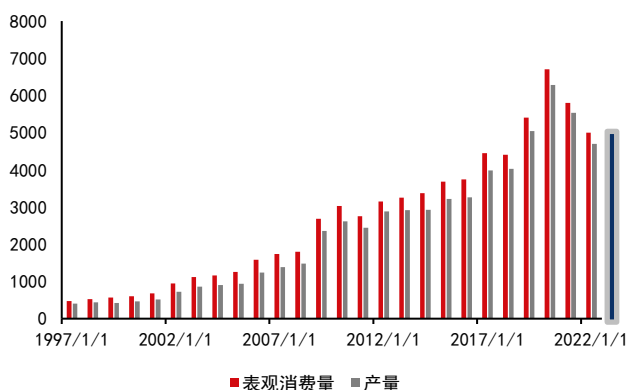
2022 年国家先后印发了《国家公路网规划》《关于加快建设国家综合立体交通网主骨架的意见》等文件，加快推进交通基础设施建设。与此同时，各地也陆续出台了交通运输行业“十四五”规划及国民经济相关规划，明确了公路交通方面的建设任务及发展规划，其中实现“县县通高速”、提高“县县通高速”比例，成为不少未达成目标省份的发力方向之一。

目前全国共有 18 个省份实现“县县通高速”目标，其中东部地区占 11 席（北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、海南，已全部实现目标），中部地区占 4 席（安徽、江西、湖北、湖南），西部地区占 3 席（贵州、陕西、宁夏）。全国仍有 13 个省份未实现“县县通高速”目标，其中 4 个位于中部地区，9 个位于西部地区（新疆生产建设兵团、香港、澳门、台湾未计入统计），占未实现目标省份的 70%。一方面，是因为这些省份县级行政区数量较多，

比如四川、云南等省份；另一方面，是由于不少省份地广人稀，比如新疆、西藏、青海、甘肃、内蒙古等省份。因而实现“县县通高速”难度较大。值得注意的是，随着国家交通基础设施建设力度的不断加大，特别是建设重点逐步向西部地区倾斜，有不少省份的“县县通高速”目标达成时间逐渐清晰。今年底，广西、重庆实现“县县通高速”目标后，全国达成此目标的省份将达到 20 个。

图 26： 沥青消费量预估（统计局）

单位：万吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 27： 县县通高速年度目标

2005	天津				
2008	北京				
2010	上海				
2014	辽宁	江西			
2015	江苏	福建	广东	贵州	
2016	宁夏				
2019	山东				
2020	浙江	陕西	湖北	湖南	海南
2021	安徽				
2022	河北	广西	重庆		
2023	河南				
2024					
2025	山西	吉林	云南	甘肃	新疆

资料来源：中国公路 中信期货研究所

图 28： 沥青价格预估

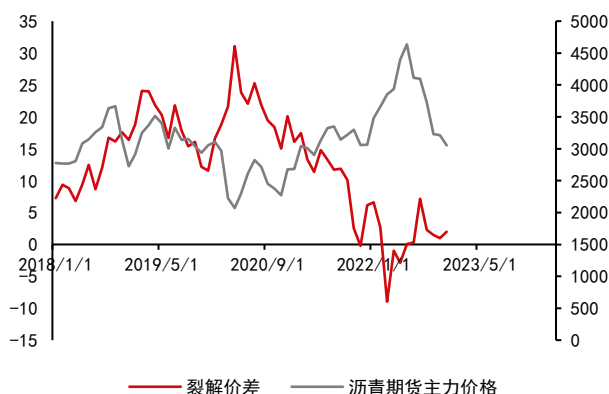
单位：美元/桶，元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

图 29： 沥青裂解价差预估

单位：美元/桶，元/吨



资料来源：隆众 中信期货研究所

参考资料：

明明. 地方债理论与实践研究. 明晰 FICC 研究, 2019-06-06

邢立力. 【中泰建筑】基建投资的宏观框架与第二过渡周期. 陆家嘴大宗商品论坛, 2019-03-09

姜超、宋潇. 19 年基建投资如何看？——论基建投资反弹力度和投向. 姜超的投资视界, 2019-01-23

李奇霖. 基建分析手册. 奇霖宏观, 2020-12-11

解运亮团队. 详解地方政府专项债券——项目资本金篇. 宏观亮语, 2023-02-03

2023 年专项债作项目资本金全透视解析. 建投管家, 2022-12-06

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826