

能化部

**沥青：底部大致确认，静待矛盾积累****摘要****原油：供应受限格局强化，维持中期看多**

短期视角，OPEC+“预防式”减产下，供需延续向好趋势，但仍需警惕宏观尾部风险，原油或延续高波动。中期视角，供应受限格局强化，考虑到中国复苏带来的需求弹性，对原油保持中期看多。

**免责声明**

本报本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**沥青估值：中性**

价格：盘面跟随原油反弹，BU2306 重回 3850 附近，现货跟涨幅度不及期货，山东现货 3650 附近。

结构：升水幅度扩大；月差窄幅波动，仍建议轻仓持有 6-9 正套。

利润：原油走强持续压缩沥青利润，沥青加工亏损加深；汽柴裂解高位回落，炼厂仍保有一定综合利润；焦化利润好于沥青利润。

模型：周期模型为下行周期，周期价值指标为合理区间。

**沥青供需：供需矛盾有限，驱动中性，静待需求成色**

供应：4 月供应压力偏大，但实际产量大概率低于排产。

需求：下游以备货为主，实际刚需于 4 月下旬陆续启动。

库存：厂库低位，社库累库符合季节性，整体库存压力可控。

原料：3-5 月炼厂备货充足，远月马瑞偏紧问题仍待解决。

**沥青观点及策略**

相对估值中性（小升水+中亏损），4 月供需矛盾有限，驱动中性。中期关注原料问题及下游资金到位情况。

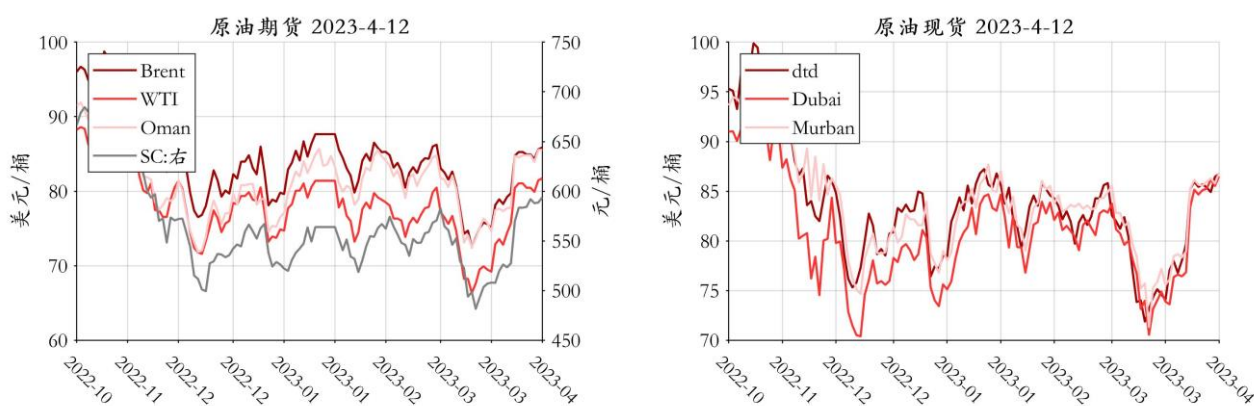
底部大致确认，短期震荡为主，中期仍建议逢低做多。6-9 正套轻仓持有。

## 一、原油：供应受限格局强化，维持中期看多

结论：短期视角，OPEC+“预防式”减产下，供需延续向好趋势，但仍需警惕宏观尾部风险，原油或延续高波动。中期视角，供应受限格局强化，考虑到中国复苏带来的需求弹性，继续对原油保持中期看多。

3月中旬的欧美银行危机发酵，引发原油向下跌破区间，叠加负 gamma 效应，Brent 油价一度跌至 70 美元/桶附近。此后开启超跌反弹，而月底 OPEC+宣布自愿减产 160+万桶/日，助推油价进一步回归 85 美元/桶附近。

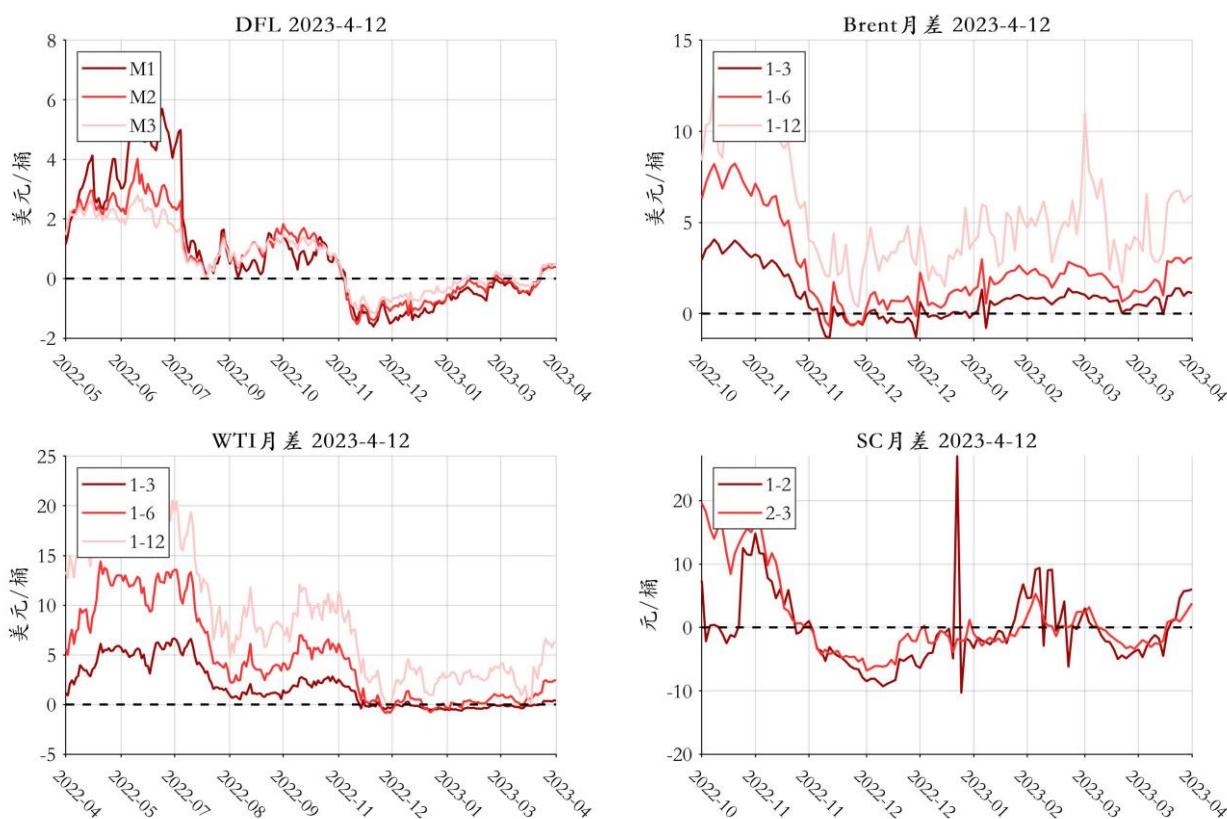
图1：国际油价走势



数据来源：Bloomberg, Wind, 永安期货北京研究院

结构方面，月差与绝对价格同步走强，当前 DFL 小幅贴水，Brent 和 WTI 为 Back 结构，与供需现实偏强匹配。SC 月差在本轮反弹中，由 Contango 转为 Back 结构。

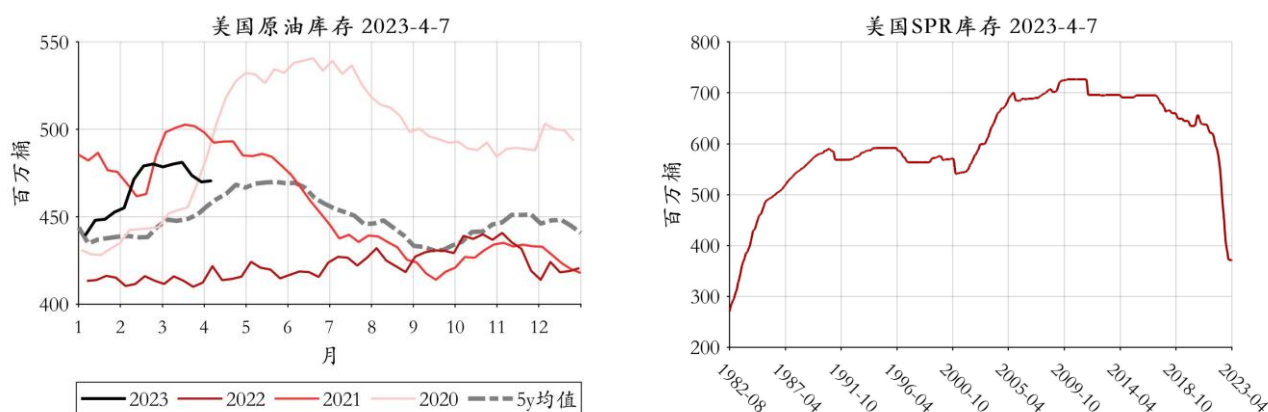
图2：原油月差结构



数据来源: Bloomberg, Wind, 永安期货北京研究院

库存方面, 美国原油近期维持去库, 库存水平中性 (不含 SPR), 包含 SPR 的全球原油库存仍为中低位。美国计划 4-6 月释放 SPR 2600 万桶, 最新 EIA 数据显示, 美国已开始释放 SPR。

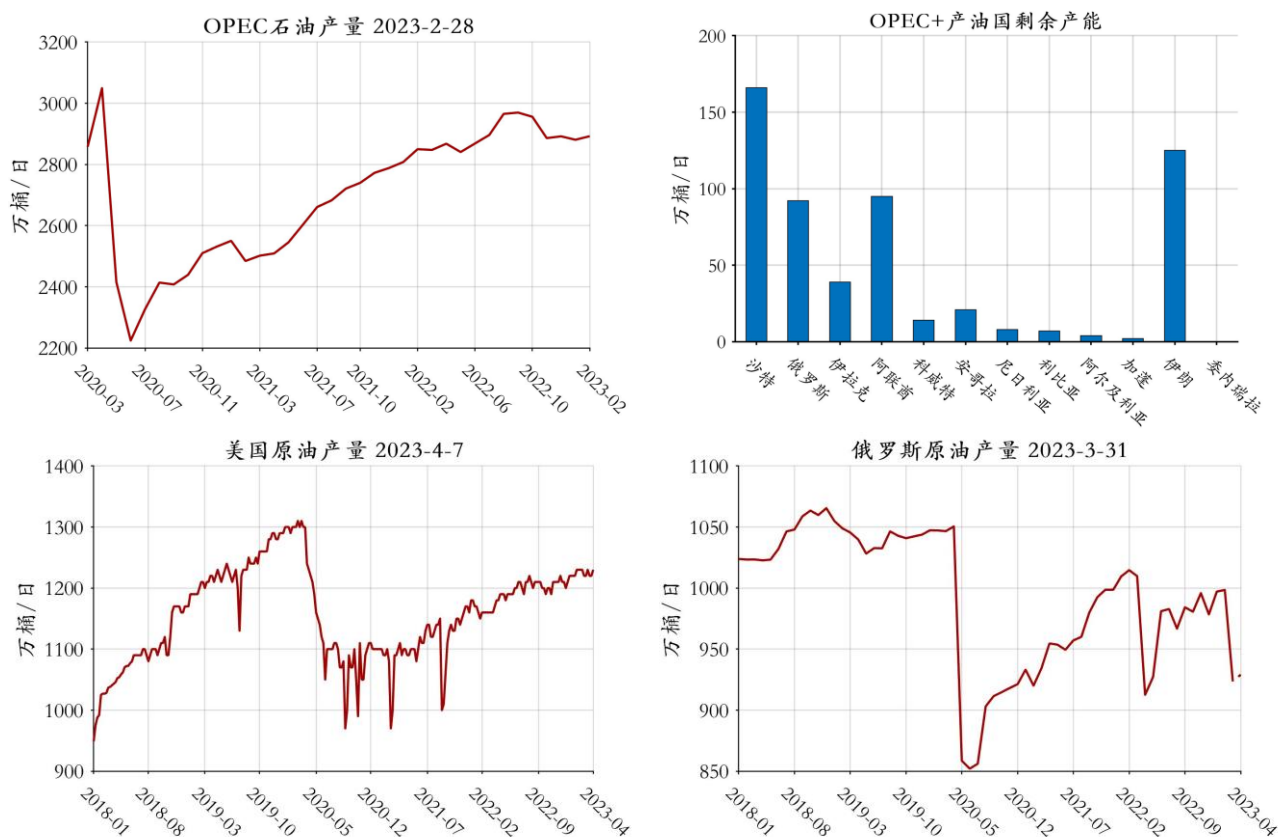
图3: 美国原油库存



数据来源: EIA, 永安期货北京研究院

**中期供应受限格局强化:** 1、OPEC+宣布 5 月起自愿减产超 160 万桶/日, 远期供应偏紧格局强化; 而此前 OPEC 均保持良好的减产执行率。2、俄罗斯与 OPEC 同步发生, 宣布自愿减产 50 万桶/日至年底; 俄罗斯 3 月减产 50 万桶/日, 但实际减产幅度仍存疑, 重点跟踪俄罗斯出口数据。3、美国油产量相对低位且增速缓慢, 4、伊核协议难以达成。

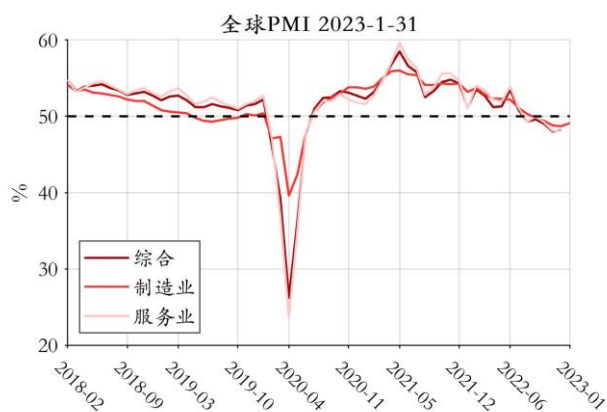
图4：主要产油国产量及剩余产能

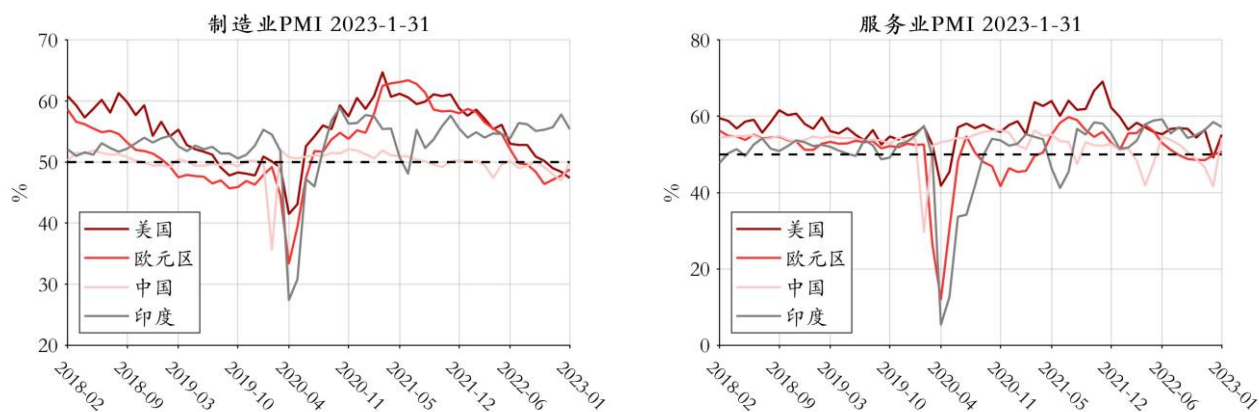


数据来源：Wind,Bloomberg,永安期货北京研究院

**美国经济预期转弱，中国经济延续弱复苏：**美国劳动力市场出现放缓迹象，欧美制造业 PMI 延续低迷，叠加此前银行事件强化衰退预期，经济预期前景有所转弱。中国经济延续弱复苏，以内生驱动为主，近期国内风险资产价格有所回调，部分体现对此前偏高的复苏预期进行修正。

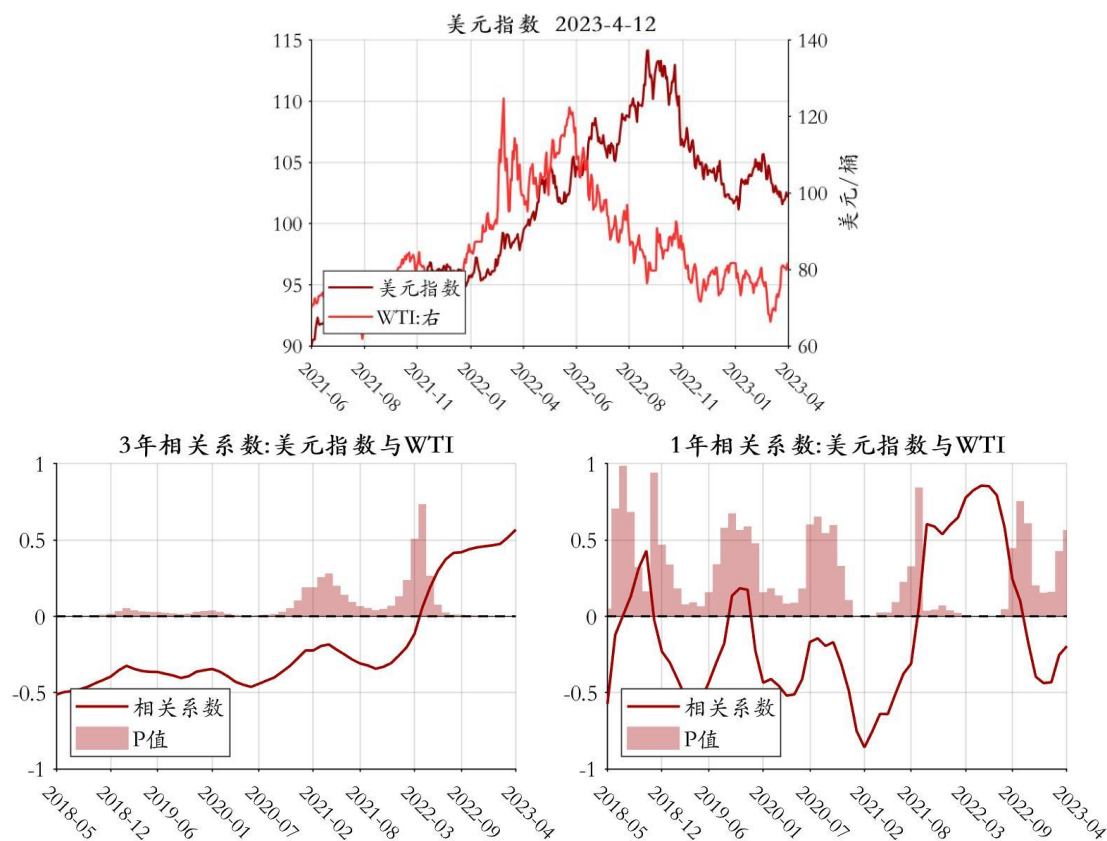
图5：全球 PMI





数据来源: Bloomberg, 永安期货北京研究院

图6: 美元指数与 WTI 油价

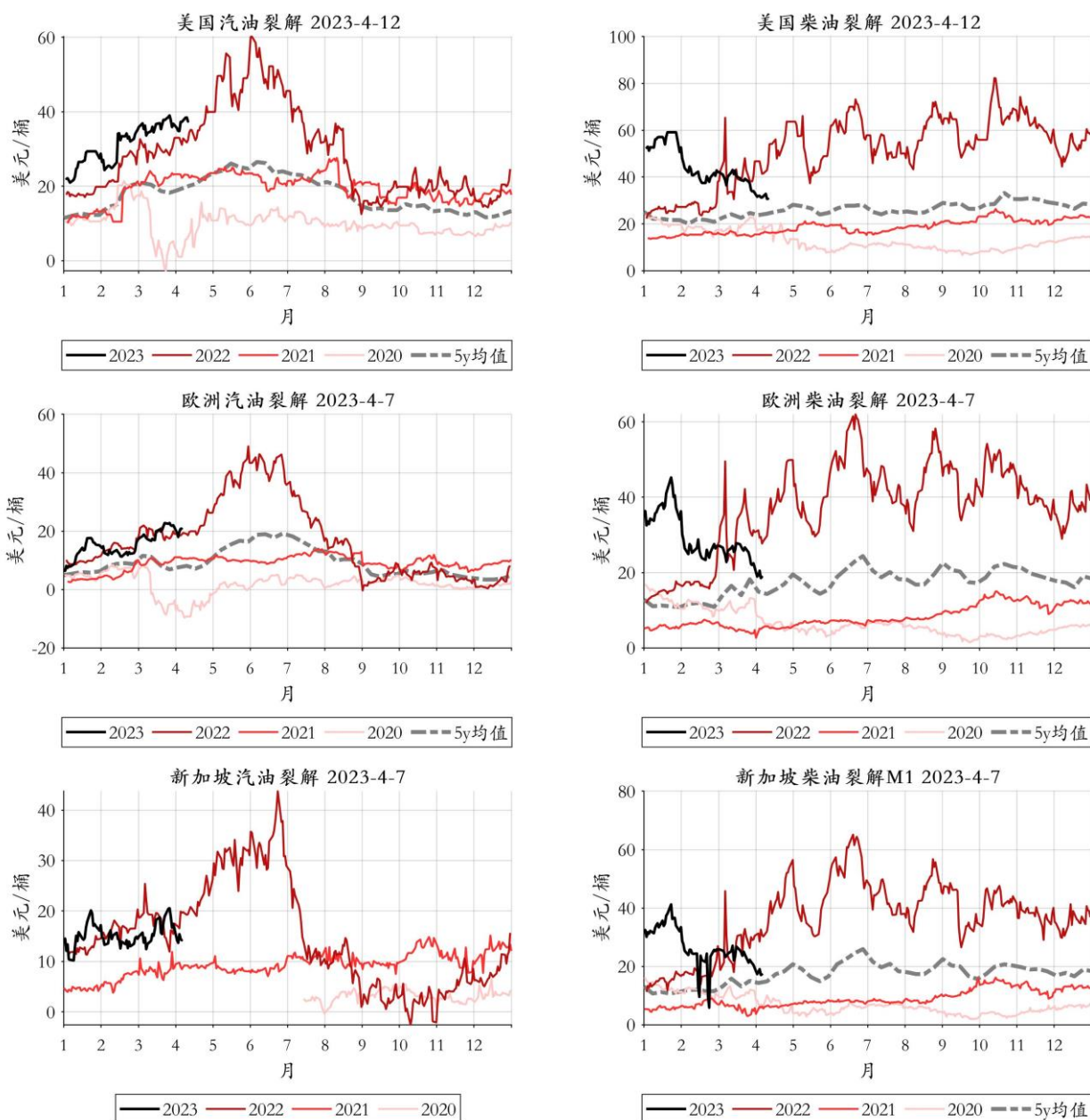


数据来源: Wind, 永安期货北京研究院

原油需求延续偏强: 海外延续汽强柴弱格局, 汽油需求持续亮眼, 炼厂综合利润维持高位。美国、新加坡成品油库存中低位, 欧洲柴油库存偏高, 全球整体成品油库存水平中低位。海外炼厂处于检修季, 开工或于4月中旬回升。

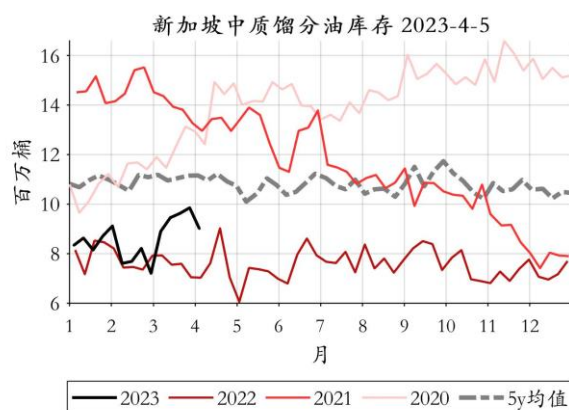
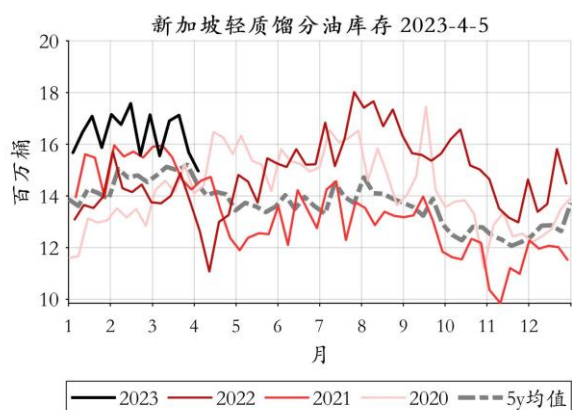
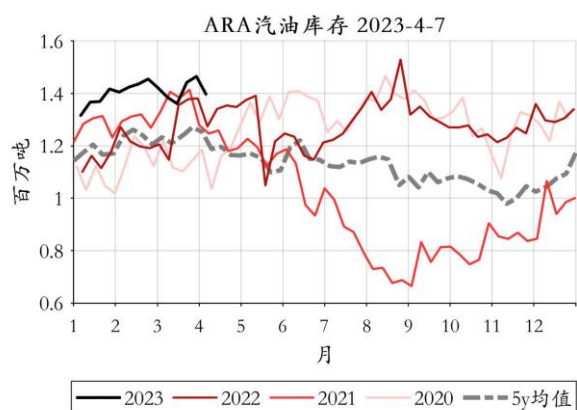
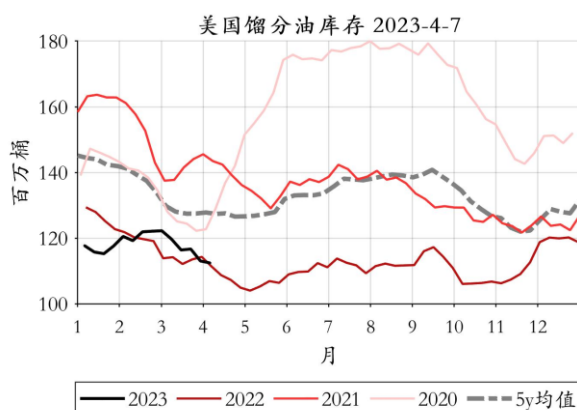
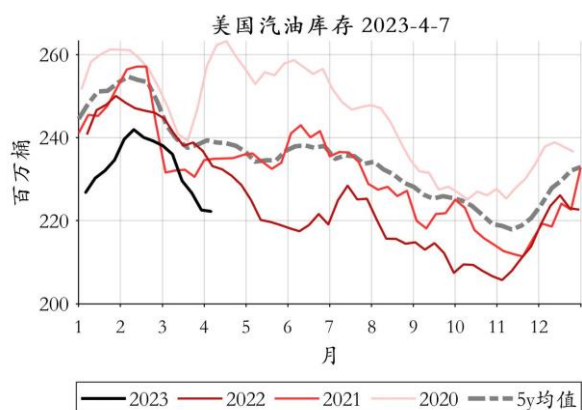
图7: 全球汽柴油裂解价差





数据来源: Wind, Bloomberg, 永安期货北京研究院

图8: 全球成品油库存

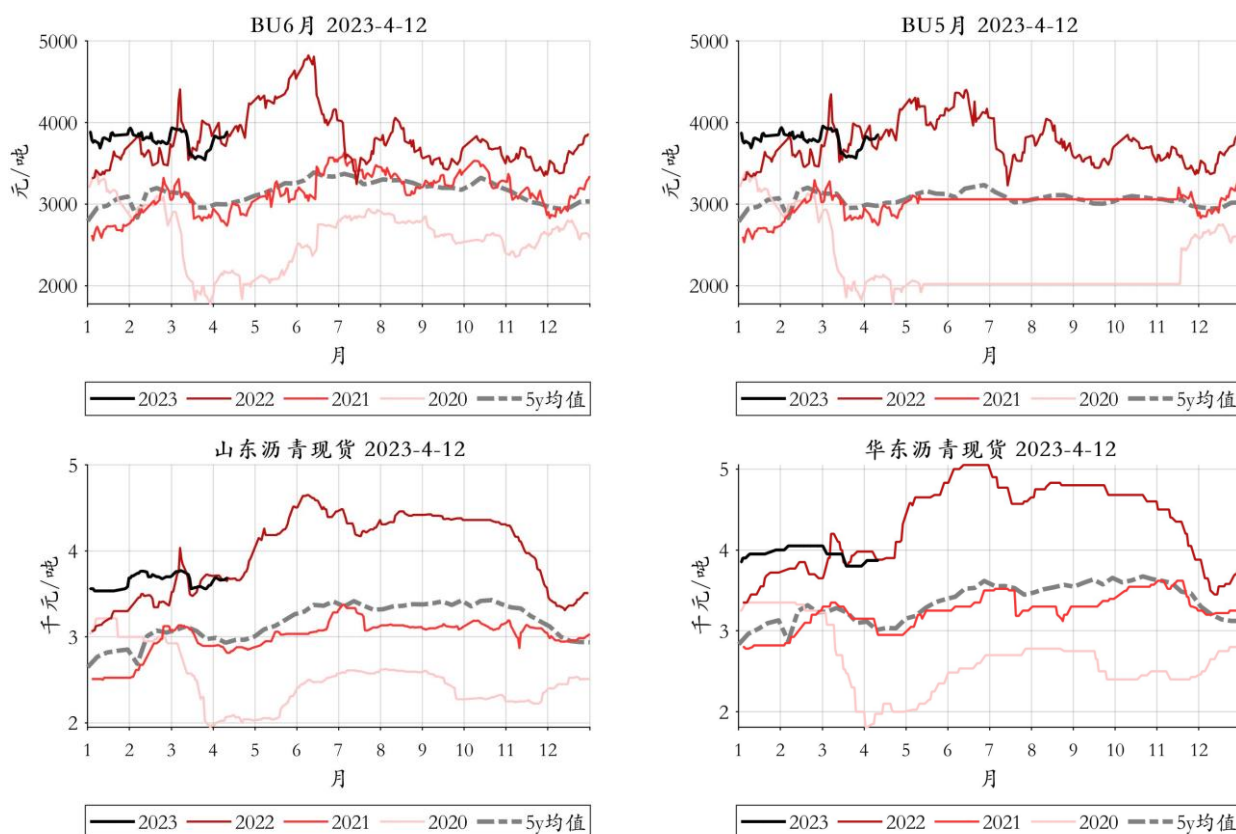


数据来源: Wind, Bloomberg, 永安期货北京研究院

## 二、沥青估值：中性

沥青期货跟随原油反弹, BU2306 重回 3850 附近, 现货跟涨幅度不及期货, 山东现货 3650 附近。

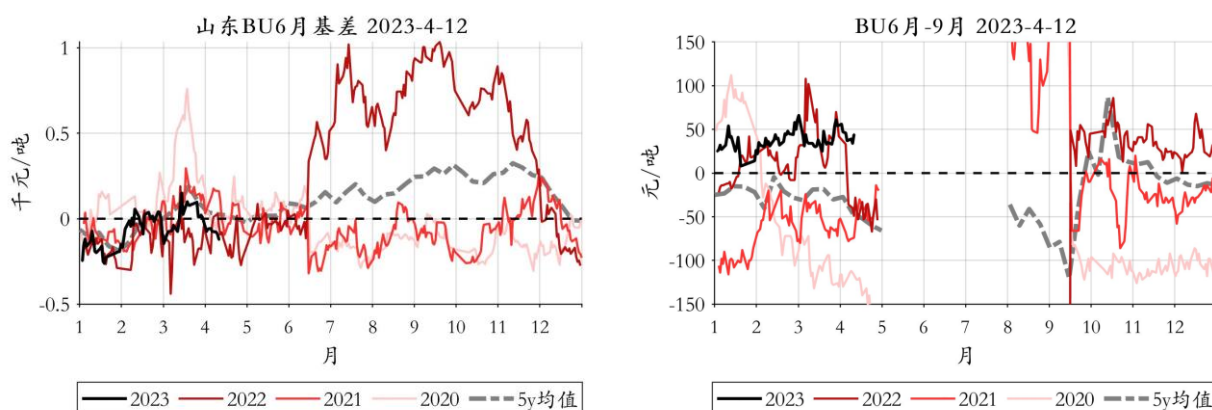
图9：沥青期现货价格



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

结构方面，近期盘面涨幅大于现货，升水幅度有所走阔，现货上涨受限于4月供强需弱格局。月差窄幅波动，前期在周报中提示6-9正套部分止盈，当前仍建议轻仓持有6-9正套。

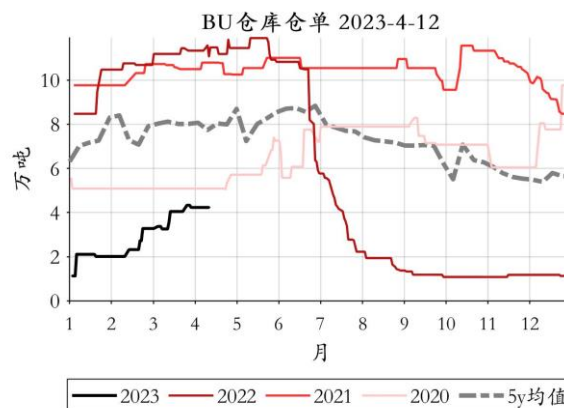
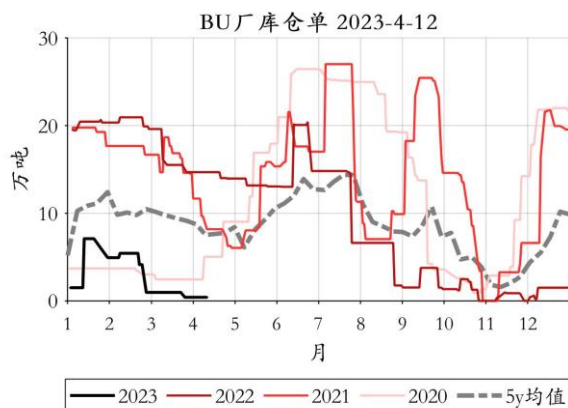
图10：基差&月差



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

图11：仓单





指标名称	当前值	周涨跌	月涨跌	指标名称	当前值	周涨跌	月涨跌
总仓单	35560	11340	8480	总仓单:厂库	24740	11340	9490
总仓单:仓库	10820		-1010	广东 中油高富			
广东 泰普克新会				合计	3000		
合计	10800			江苏 中基宁波(江苏)	3000		
金海宏业(仓库)	10800			四邦实业(江苏)			
恒泰沥青				永安资本(江苏)			
江苏 新越沥青				中海泰州石化			
南京蓝途沥青				合计	21740	12740	10890
江苏阿尔法				山东 中海沥青			
江苏天诺				中化弘润	9000		-1640
浙江 爱思开宝盈				东明石化			
合计	20		-1010	京博石化	12740	12740	12530
山东 山东高速华瑞			-1000	合计		-1400	-1400
山东高速储运	20		-10	辽宁 北沥公司			
中化弘润(仓库)				辽宁华路			
辽宁 特茂石油				中基宁波(辽宁)			
合计				四邦实业(辽宁)			
安徽 环宇沥青				永安资本(辽宁)		-1400	-1400
池州华远				安徽 四邦实业(安徽)			

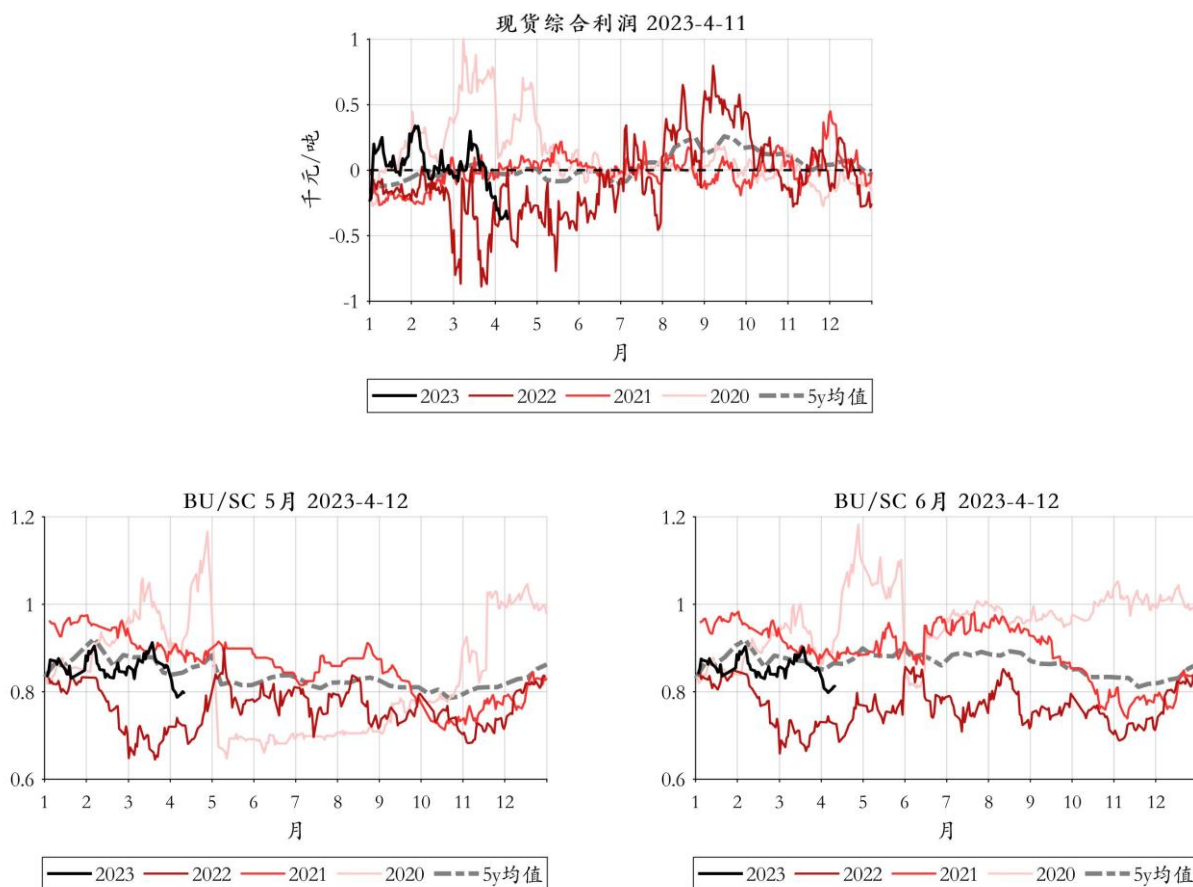
单位: 吨

截至 10-17

数据来源: Wind, 永安期货北京研究院

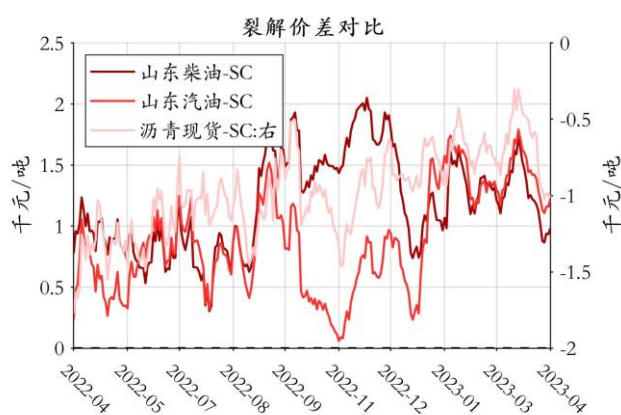
利润方面, 原油走强持续压缩沥青利润, 沥青现货加工亏损加深, 不过前期原油低位, 部分炼厂点价买入原油, 或仍可维持微薄利润。国内汽柴油裂解高位回落, 但炼厂仍保有一定综合加工利润, 预计二季度炼厂开工率维持偏高水平。焦化利润仍高于沥青利润, 短期难有焦化产量回流沥青。

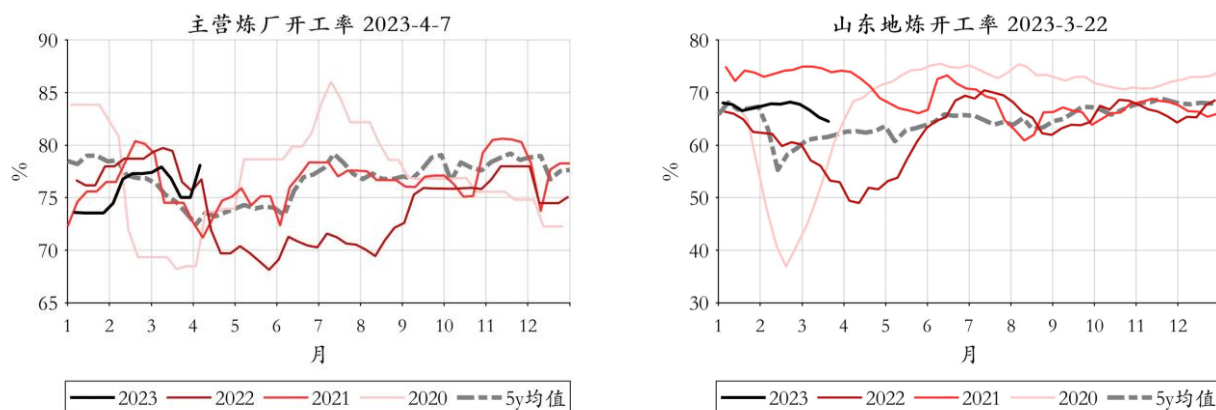
图12: 沥青现货利润&盘面裂解



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

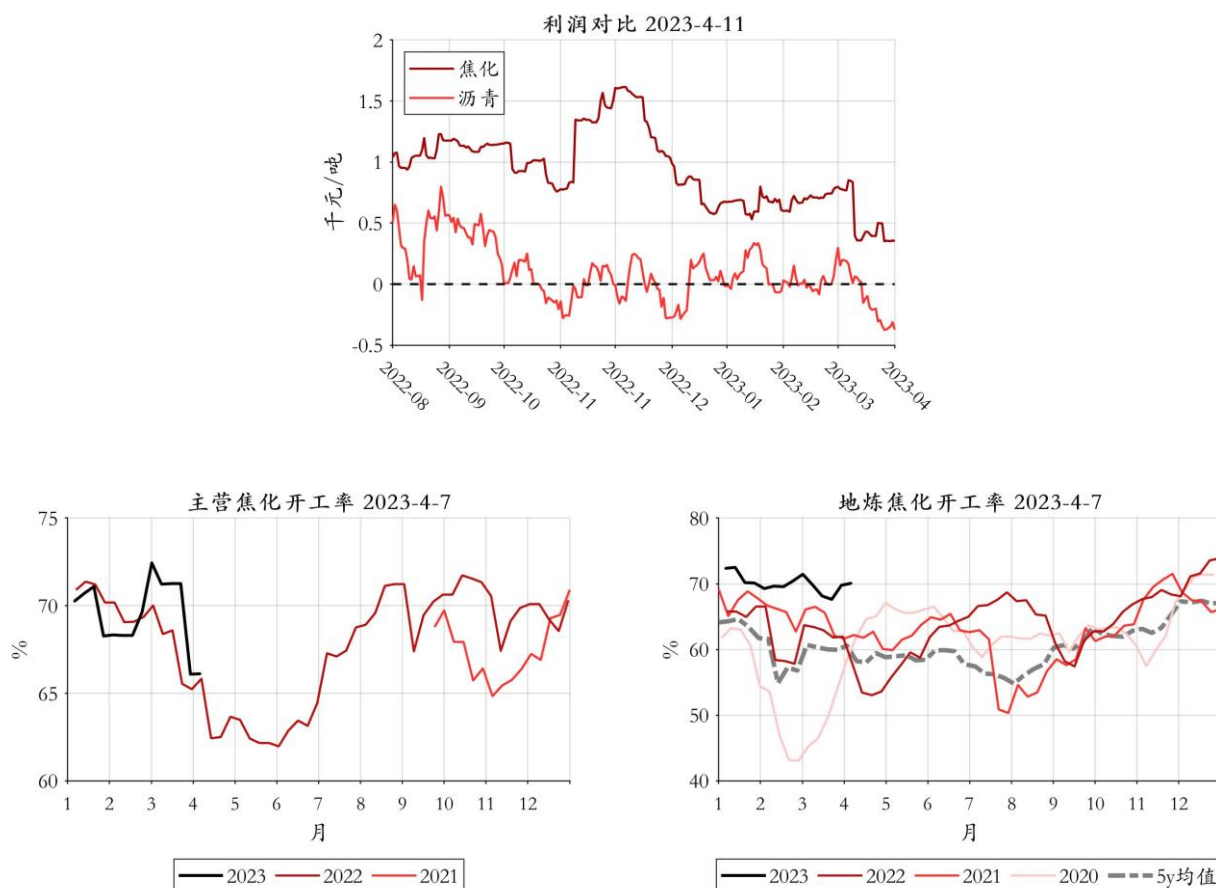
图13：沥青 vs 柴油





数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

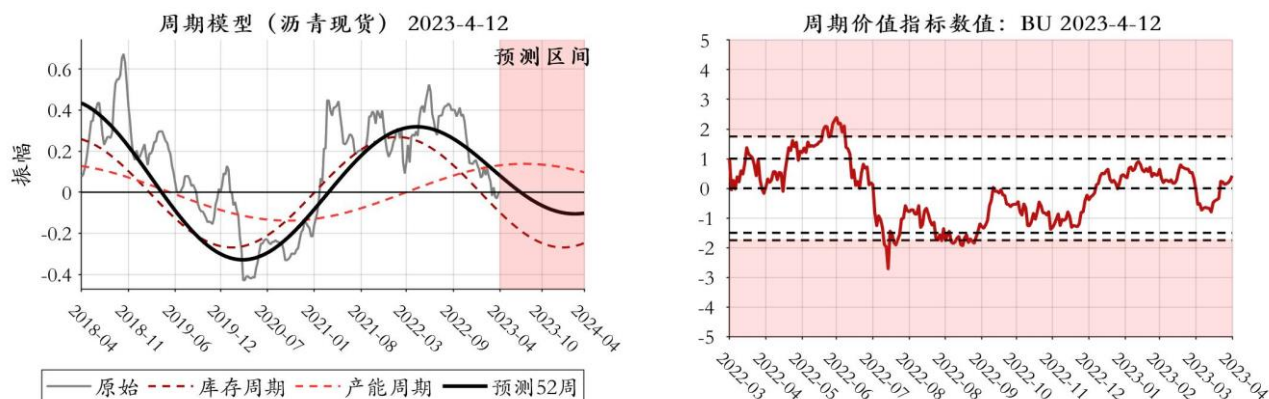
图14：沥青 vs 焦化



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

周期模型中枢为下行趋势，库存周期处于下跌中继，而产能周期处于上行中继。周期价值指标位于合理区间。

图15：周期模型&周期价值指标

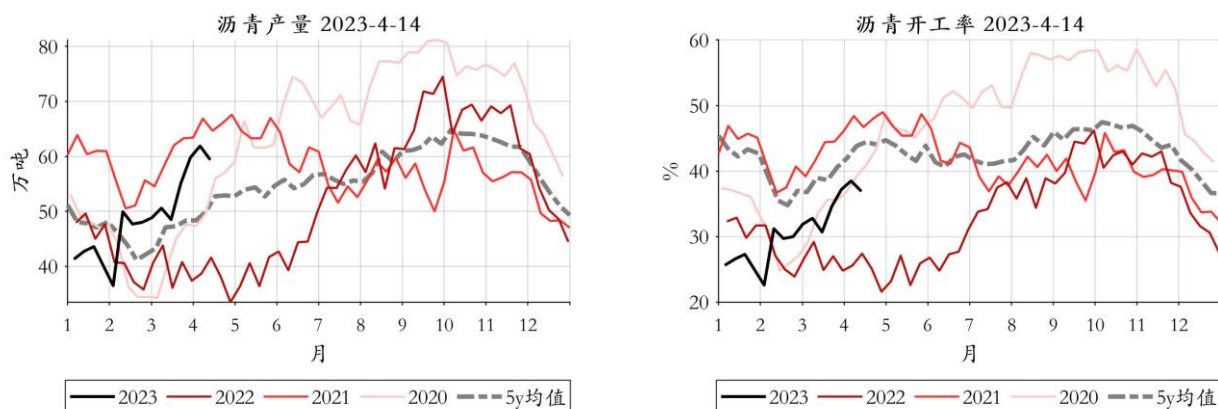


数据来源：Wind, 永安期货北京研究院

### 三、沥青供需：供需矛盾有限，驱动中性，静待需求成色

供应端，日产维持高位，4月供应压力仍偏大，但4月实际产量大概率低于排产，我们预估为275万吨左右。原料问题暂未发酵，3-5月炼厂备货相对充足，且港口稀释沥青库存持稳，重点关注远月马瑞油偏紧的问题能否解决。

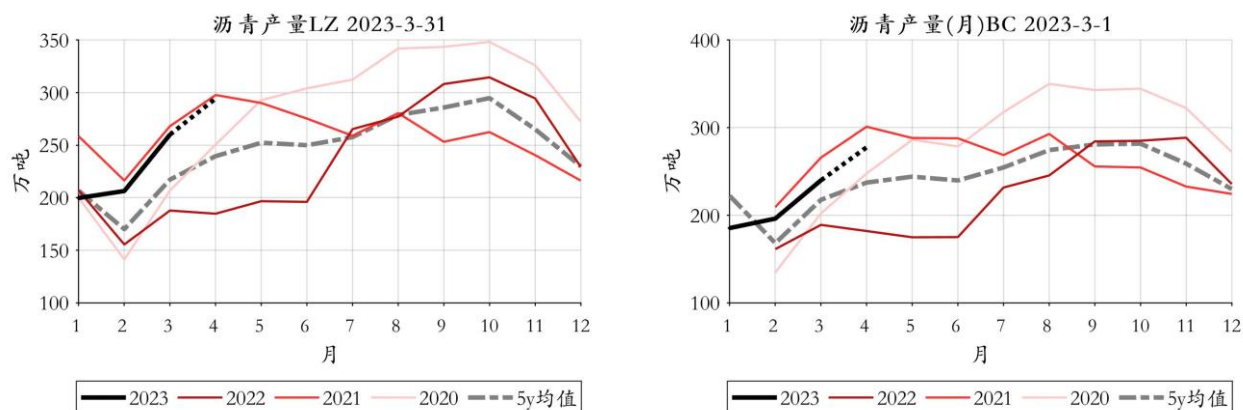
图16：沥青周度产量及装置开工率



数据来源：隆众资讯, 永安期货北京研究院

图17：沥青月度产量及排产





数据来源：隆众资讯, 百川孚盈, 永安期货北京研究院

图18：稀释沥青港口库存

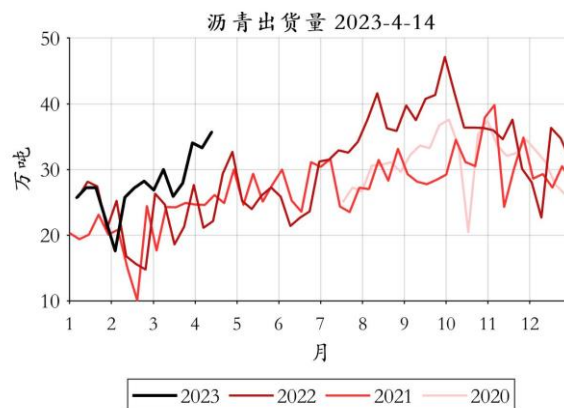


数据来源：隆众资讯, 永安期货北京研究院

需求端，下游以备货为主，北方刚需于4月下旬陆续启动，静待需求成色。4月以来专项债加速发行，但传导至项目终端仍需时间。当前市场对于全年道路需求预期的分歧仍大，我们始终维持乐观预期。

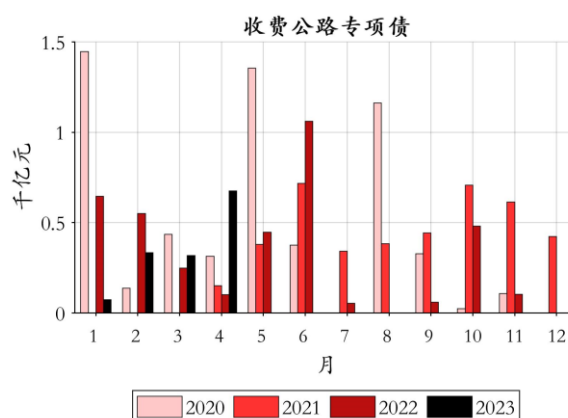
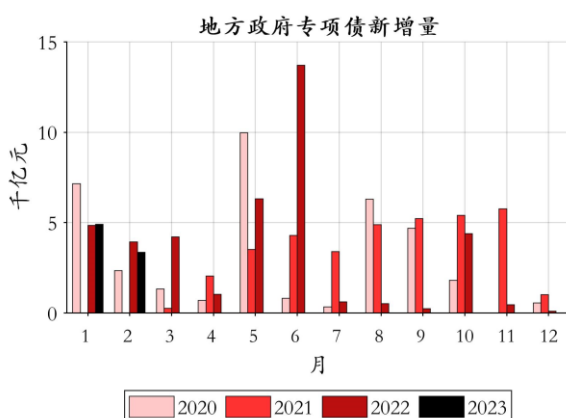
库存方面，厂库低位，社库累库符合季节性，整体库存压力可控。

图19：表需及出货量



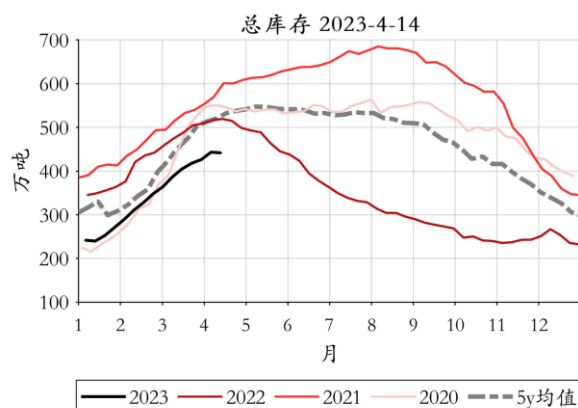
数据来源：隆众资讯,永安期货北京研究院

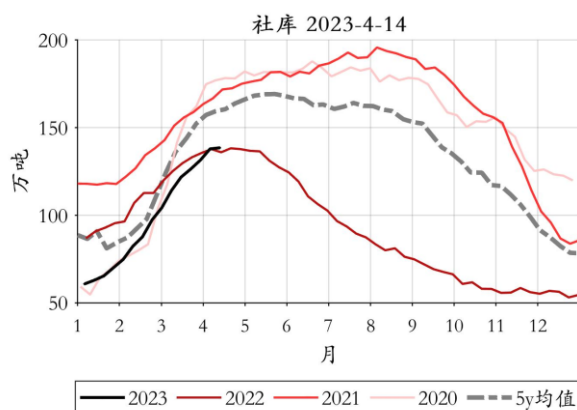
图20：新增地方专项债及收费公路专项债发行量



数据来源：Wind,永安期货北京研究院

图21：沥青库存





数据来源：隆众资讯, 永安期货北京研究院