

2024 年 6 月

永安研究

能化部

能化部

沥青：乐观预期先行，静待中期买点

安圣培

从业资格：F3085583

投资咨询：Z0019254

摘要

估值：估值偏高，远月已包含较多看涨预期

大厂释放冬储合同后，现货企稳反弹，山东低端价 3400 左右，春节前需求清淡，现货价格反弹高度受限。沥青盘面表现强于现货，BU 盘面升水现货 100 左右，提前交易了部分看涨预期。供应存在减量预期及仓单低位的背景下，月差前期走出正套，但随着近月升水扩大，进一步正套空间受限。

随着近期原油持续下跌，沥青即期利润大幅修复，已回升至略偏高水平。炼厂即期综合利润有盈利，但受限于原油配额，短期开工回升缓慢。焦化利润始终好于沥青。

供需存：明年道路项目充足，关注下游资金情况。原料端存在美国分流委内原油的预期，原料问题存在发酵可能

需求方面，2024 年道路需求不悲观，核心关注下游资金情况，年内资金问题无解，明年关注是否给出道路项目支持政策。供给方面，周产及出货近期稳步下降，符合季节性。库存方面，当前库存压力不大，社库或结束季节性去库，短期关注是否出现库存压力。

原料问题存在发酵可能：美国放松对委内瑞拉制裁，或导致委内瑞拉向美国额外出口 20-30 万桶/日的原油，分流部分运往中国的原料，市场预计明年 3 月地炼原料偏紧或导致被动降产。

原油：明年油价中枢关注 OPEC+减产兑现情况以及美国经济走势

原油年内或围绕 Brent80 中枢偏弱运行，OPEC+宣布“自愿”减产，但市场普遍担忧减产的约束性有限。中期关注 OPEC+减产执行情况以及美国经济走势，在供应受限格局仍在且库存水平偏低的背景下，仍倾向于寻找低位买点，但建议谨慎看待上涨高度。

结论

短期视角，BU 相对估值偏高（近月升水较大+利润中性），短期上行空间受限。年度视角，大厂冬储合同对盘面有托底效果，对明年原油中枢及道路需求并不悲观，叠加原料问题存在发酵可能，建议等待低位买点。

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。

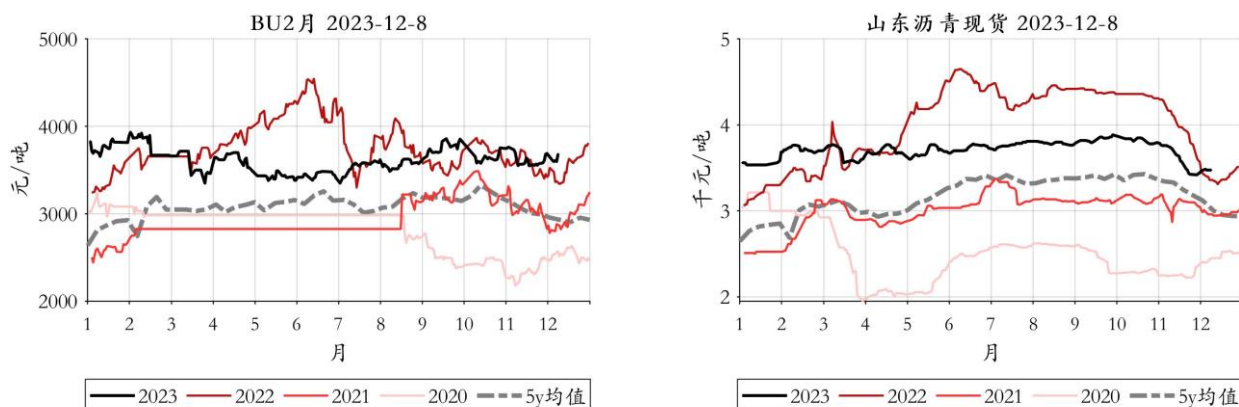
一、价格走势及估值

简要回顾 2023 年行情：2023 年沥青行情相对平淡，山东现货价格围绕 3700 元/吨附近窄幅震荡，最高逼近 3900 元/吨，最低为年初的 3400 元/吨左右。在能化板块中，沥青的波动率仅高于塑料，更是远低于相关度较高的原油和燃料油。沥青自身的供需矛盾有限，即便年初对道路项目预期相对乐观，但下游资金问题始终无法缓解，导致全年需求相对平淡，限制了价格的上行高度。而马瑞贴水维持高位水平，以及原油中枢并未大幅下移，对沥青价格下限提供了偏强支撑。年中几度炒作原料问题，引发盘面短期大涨，但最终均未显著影响地炼的中期供应，原料溢价随之回落。

10 月以来，沥青逐步转入季节性淡季，现货价格随之下跌。而随着 11 月山东主要炼厂释放冬储合同（3400 元/吨左右），对盘面形成托底效果，BU 盘面近期在能化板块中表现偏强，而华北、山东现货价格也在最近 2 周出现企稳反弹，部分炼厂出现惜售行为。截至 12 月 8 日，BU2402/2406 分别收于 3681/3696 元/吨，近期期货表现持续强于现货，基差大幅走弱，BU1、2 月已由前期的小幅贴水转为升水现货 200 左右，期货价格已包含较多的看涨预期。

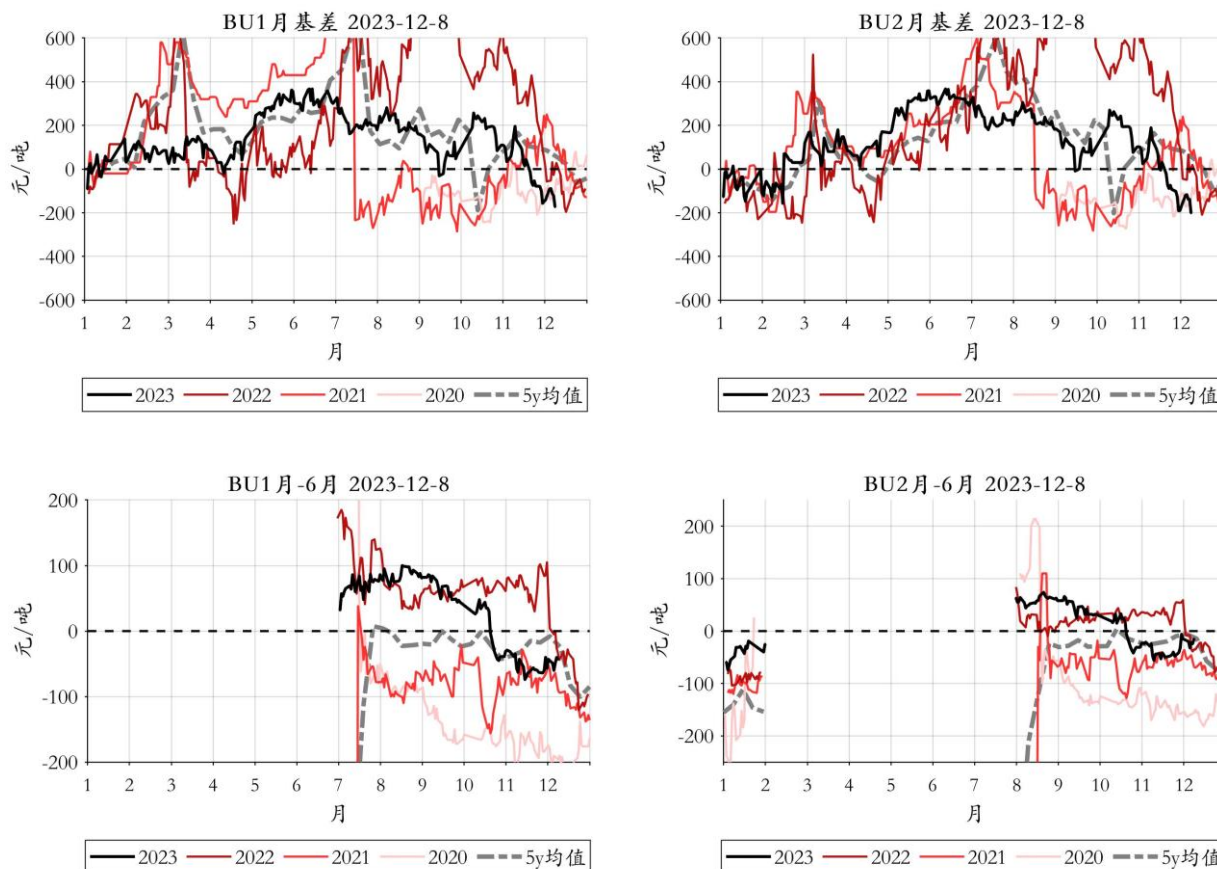
近期月差以正套为主，主要交易地炼供应持续减量及厂库仓单低位，同时市场担忧明年一季度的原料不足或引发地炼供应偏低，也是月差正套的驱动之一。

图1：沥青价格



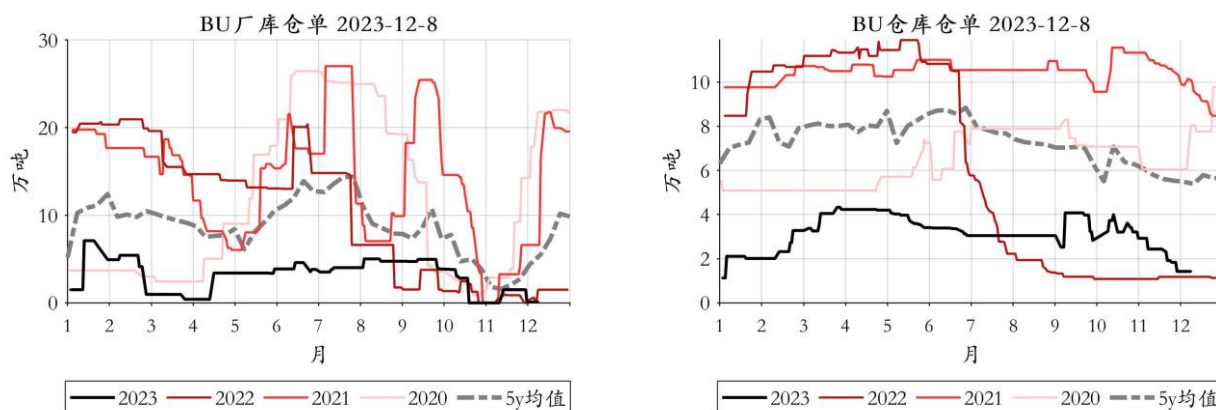
数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

图2：沥青结构



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

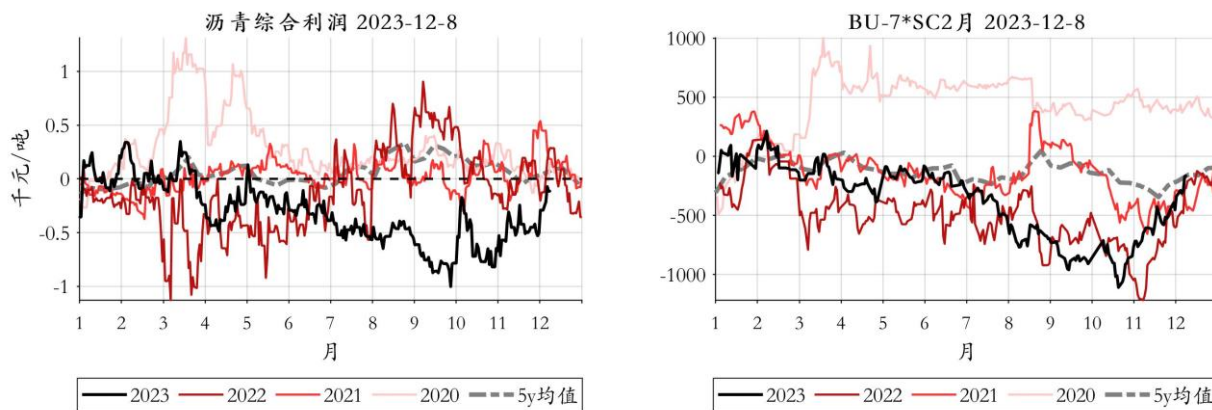
图3：仓单



数据来源：Wind, 永安期货北京研究院

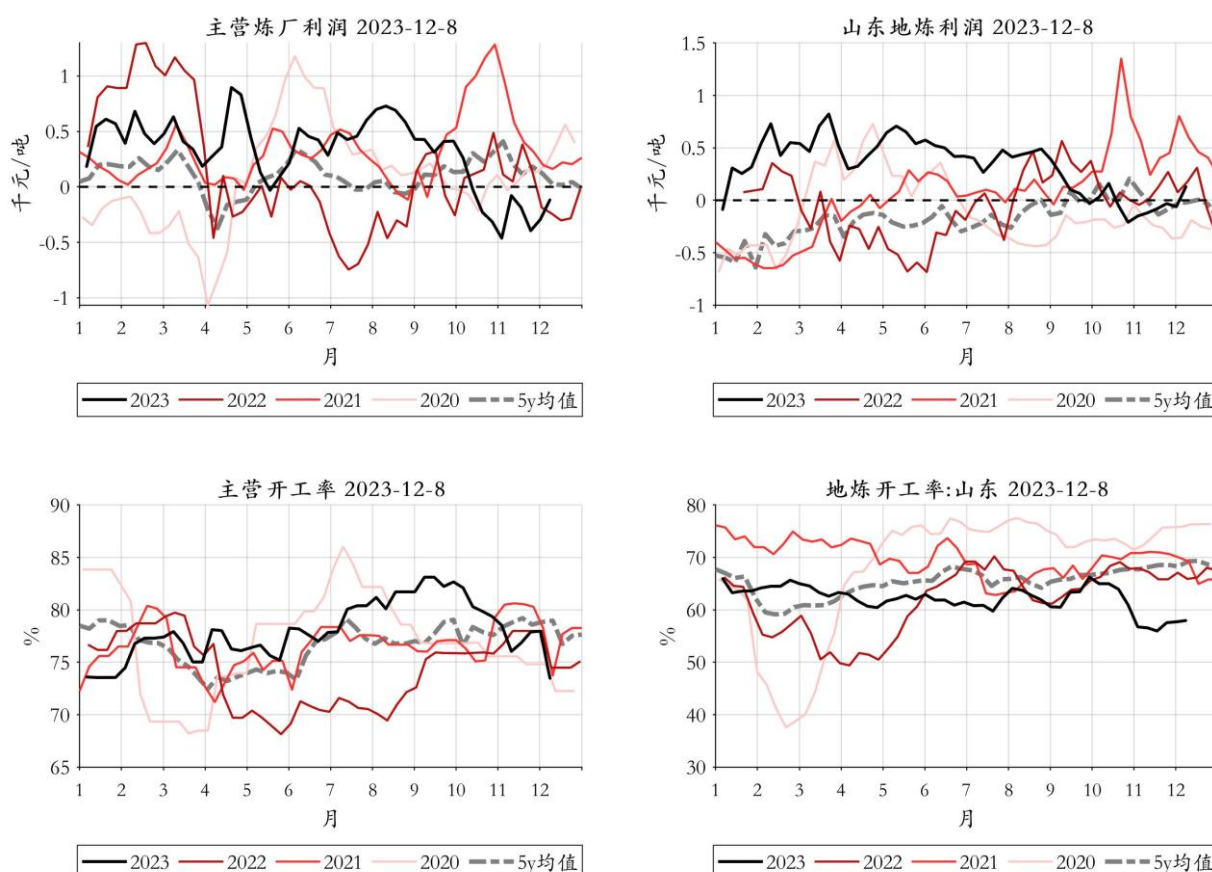
利润方面，原油自10月以来大幅下跌，Brent从最高95美元跌至75美元附近，而期间沥青价格仅小幅下跌，沥青即期利润被动修复，至中性偏高水平，BU裂解头寸也大幅走强，进一步上行空间已受限。炼厂即期综合利润同样被动修复至有利润，部分地炼近期已有开工计划。年内焦化利润始终好于沥青利润，难有焦化产量回流沥青。

图4：沥青利润&裂解



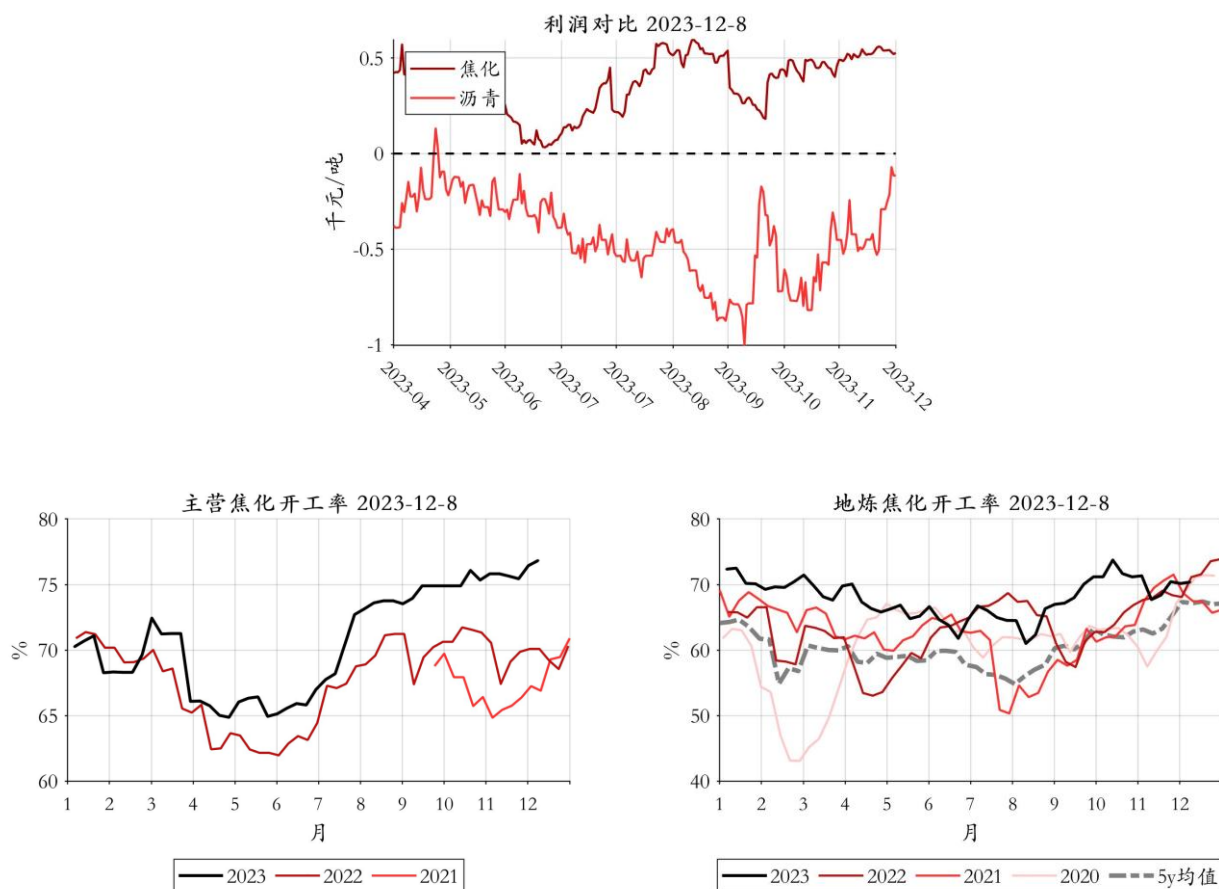
数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

图5：炼厂利润&开工率



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

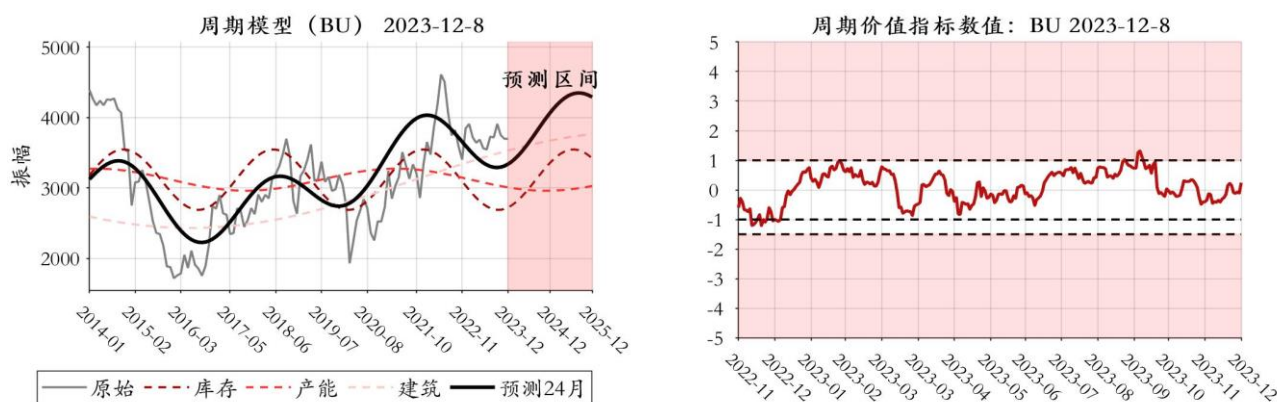
图6：沥青 vs 焦化



数据来源：隆众资讯, Wind, 永安期货北京研究院

周期模型中枢转为上行趋势，库存周期刚刚触底回升，而产能周期仍处于下跌中继。周期价值指标位于合理区间。

图7：周期模型&周期价值指标



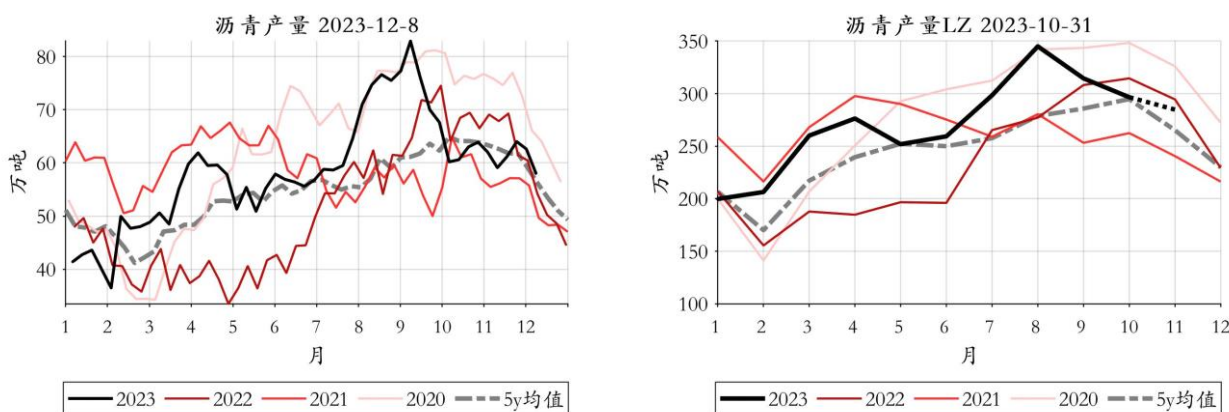
数据来源：Wind, 永安期货北京研究院

二、供需存：明年道路项目充足，关注资金问题。原料端存在美国分流委内原油的预期，原料问题存在发酵可能

供需双弱格局延续，整体矛盾有限。供应方面，周度产量季节性回落，位于5年均值附近，山东、华北降量明显。资讯机构12月排产160万吨，环比下降22.8万吨。需求方面，北方刚需逐步收尾中，南方需求依然偏弱，不过近期有部分赶工需求。

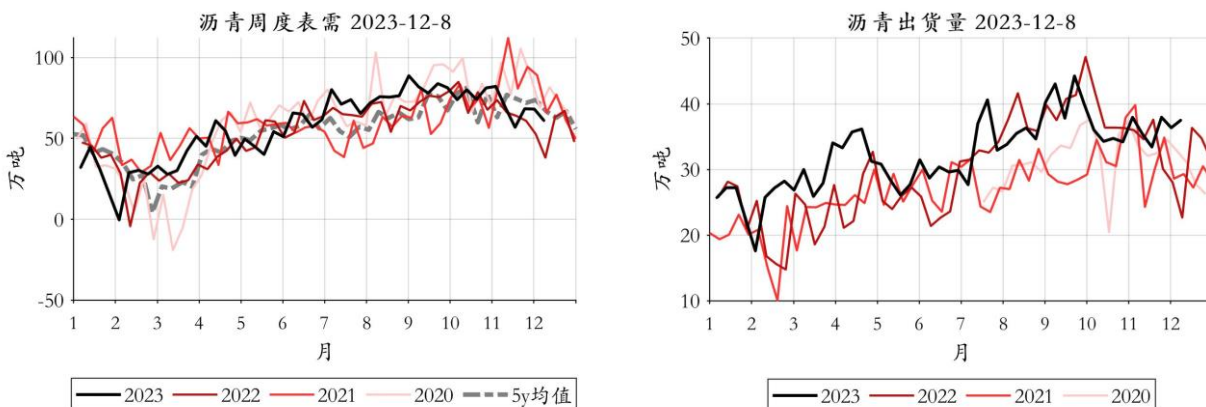
明年为十四五规划的倒数第二年，剩余道路项目量充足，市场对此普遍持乐观预期，下游资金情况是需求乐观预期能否兑现的关键。今年下游资金问题始终制约沥青需求，终端回款率显著低于往年水平，与国内经济偏弱的大环境一致。明年资金问题能否改善暂时存疑，关注年底的中央经济工作会议，以及明年是否给出道路项目支持政策。

图8：沥青产量



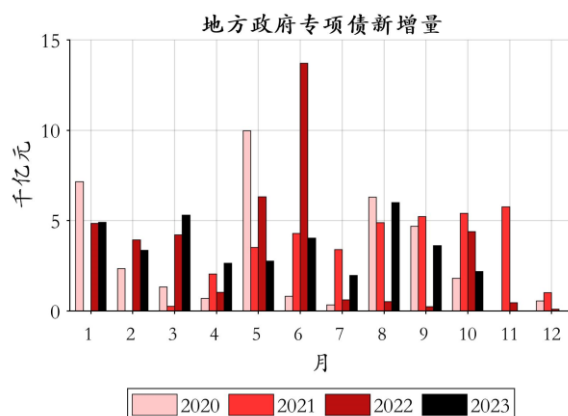
数据来源：隆众资讯,永安期货北京研究院

图9：沥青表需&出货



数据来源：隆众资讯,永安期货北京研究院

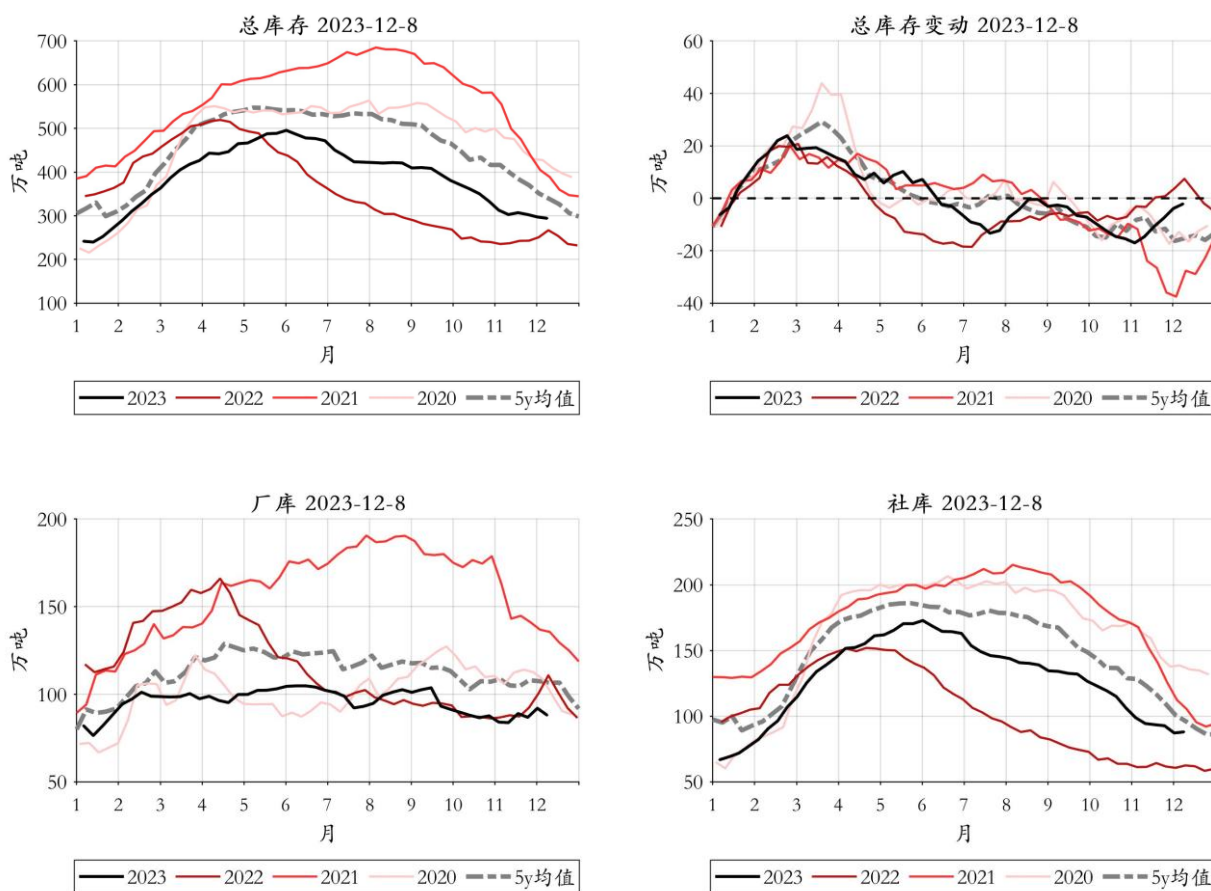
图10：专项债发行量



数据来源: Wind, 永安期货北京研究院

库存方面, 厂库近期持稳为主, 社库处于季节性去库尾声, 总库存水平中性, 短期暂无库存压力。

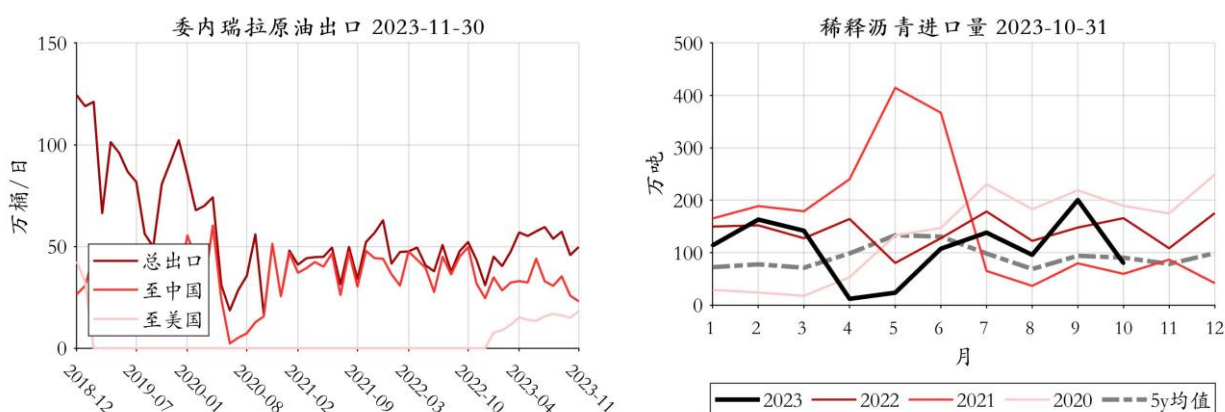
图11: 沥青库存



数据来源: 隆众资讯, 永安期货北京研究院

原料问题存在发酵可能。美国前期放松对委内瑞拉制裁，或导致委内瑞拉向美国额外出口 20-30 万桶/日的原油，同时印度近期也增加了马瑞原油采购。如果流向中国的马瑞原油减量 10 万桶/日，估计影响沥青产量约 25 万吨/月。当前市场已部分交易原料问题，远月马瑞贴水处于高位水平（流动性有限，价格或失真），市场预期明年 3 月地炼或因原料不足而被动降产，沥青盘面近期也以正套为主。原料问题能否兑现，仍需持续关注委内瑞拉原油的发运情况，重点关注对美国、印度和中国的发运量。

图12：稀释沥青库存&进口



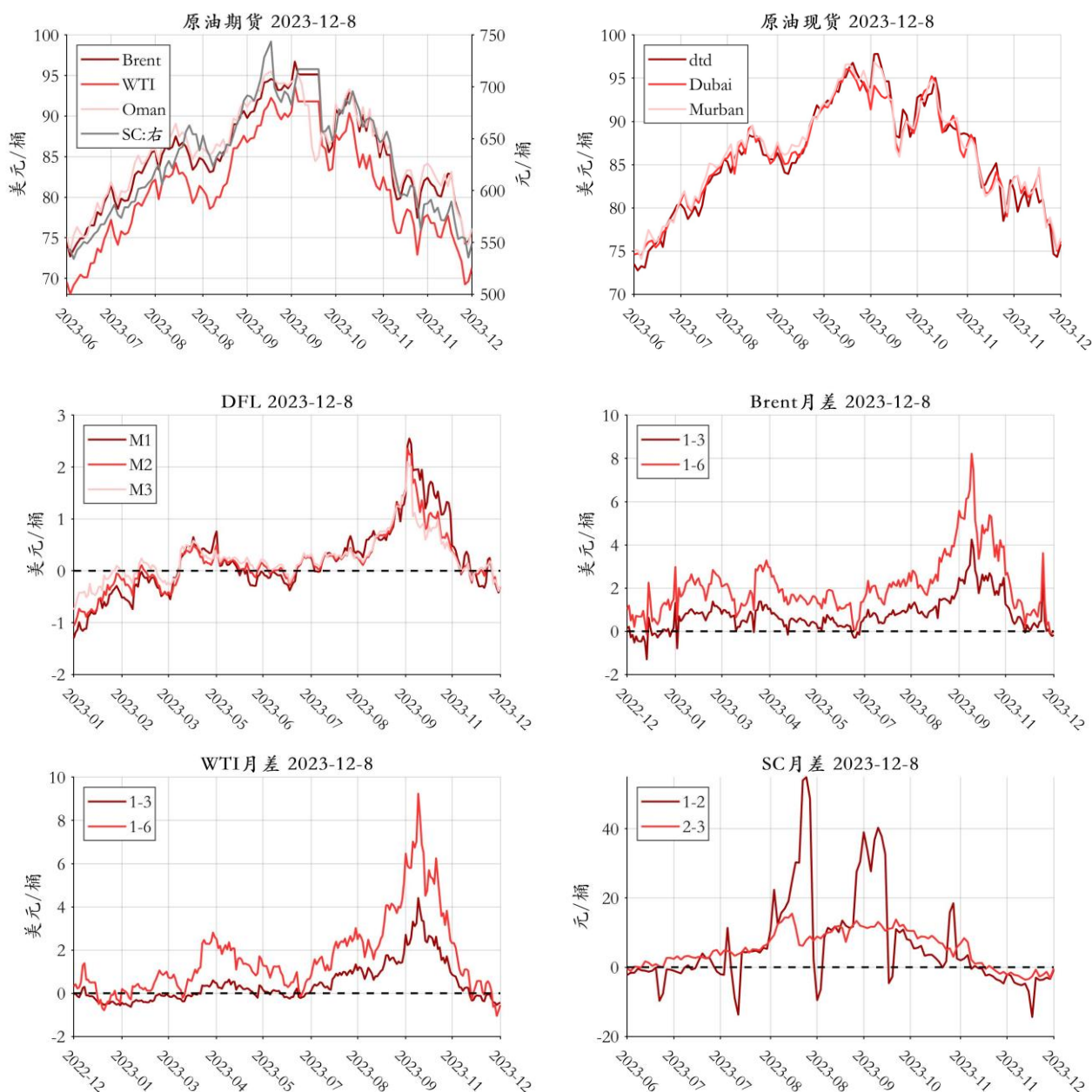
数据来源：隆众资讯,永安期货北京研究院

三、原料：明年油价中枢关注 OPEC+减产兑现情况以及美国经济走势

总结：原油年内或围绕 Brent80 为中枢偏弱运行，OPEC+宣布“自愿”减产，但市场普遍担忧减产的约束性有限。中期关注 OPEC+减产执行情况以及美国经济走势，在供应受限格局仍在且库存水平偏低的背景下，仍倾向于寻找低位买点，但建议谨慎看待上涨高度。

短期看，原油供需端无明显利好，多头信心不足叠加宏观资金进行衰退交易，Brent 一度跌破 75 美元，并引发负 gamma 效应，目前 Brent 油价企稳于 76 之上。月差延续走弱，Brent 及 WTI 均为小幅 contango，现货仍偏弱，即便价格偏低，实货买方仍偏谨慎。EFS 平水，重油溢价延续。

图13：原油价格及结构

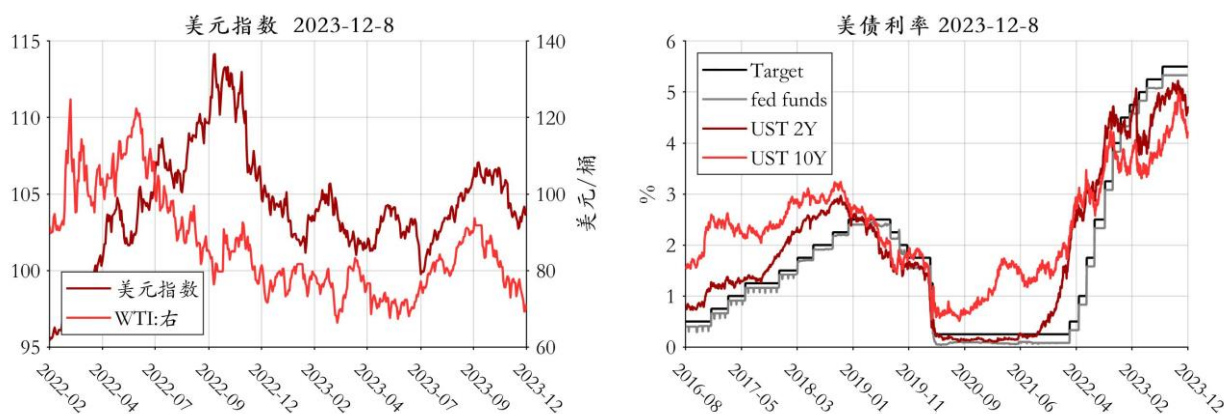


数据来源: Bloomberg, Wind, 永安期货北京研究院

宏观方面, 随着美国 CPI 持续回落, 以及经济数据有所转弱, 市场开始押注利率见顶以及明年的降息, 美元指数及美债利率经历了一波回调。但近期的美国劳动力市场数据仍强, 仍需警惕降息预期再度回摆, 目前互换市场计划的降息时点为明年 5 月。

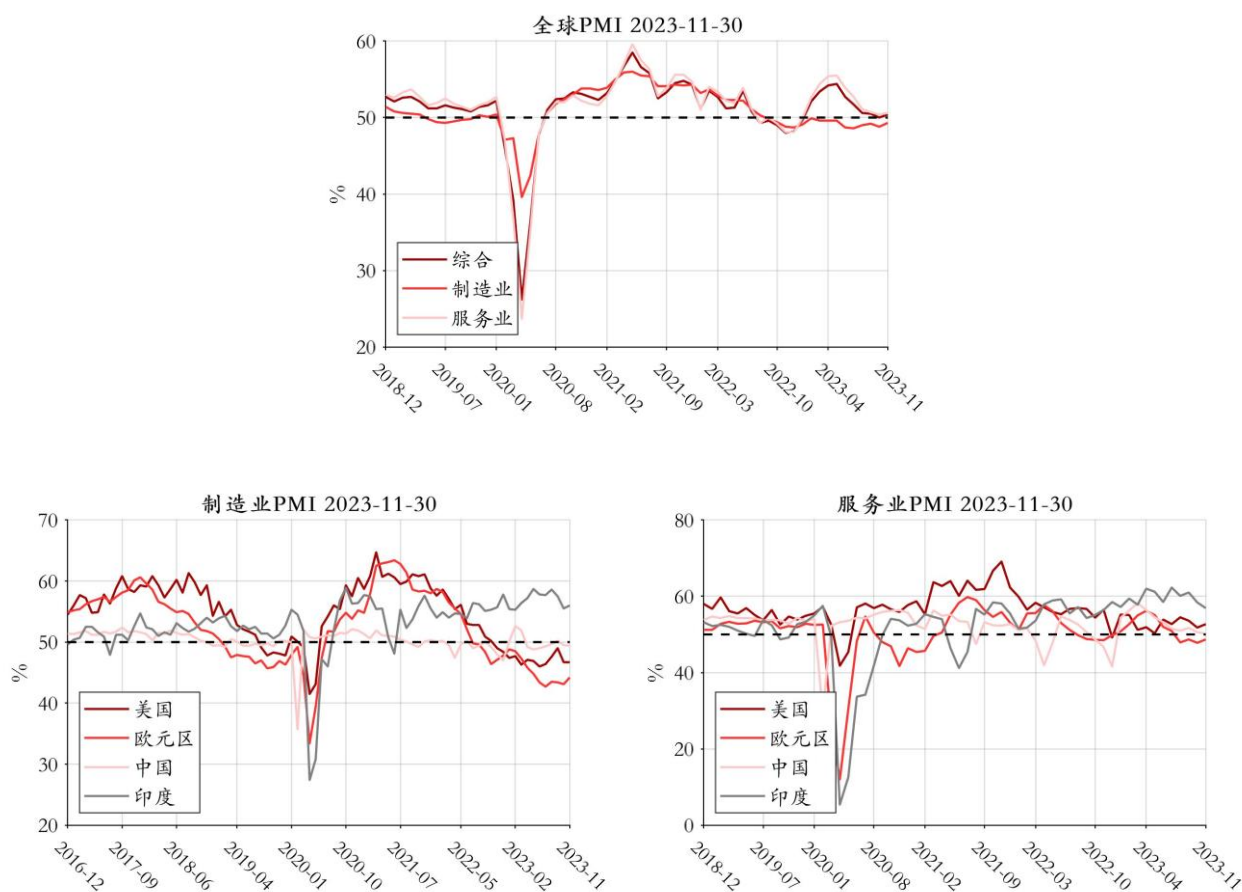
美国近期经济数据喜忧参半, 衰退预期再起, 部分资金抢跑衰退交易, 关注后续兑现情况。当前主流预期仍为温和衰退, 压力或在明年一季度显现。中国经济延续企稳, 年内走平概率偏高, 关注年底的政策定调。

图14: 美元指数与美债利率



数据来源: Bloomberg, Wind, 永安期货北京研究院

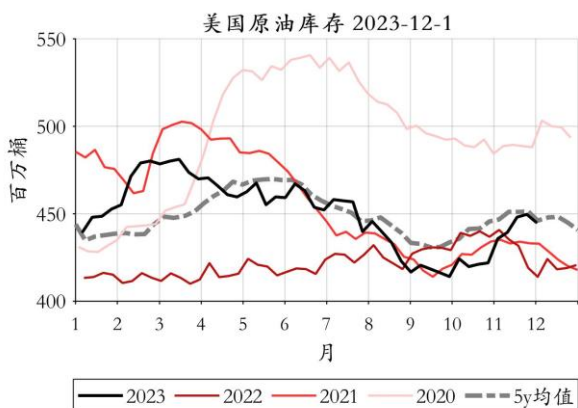
图15: PMI



数据来源: Bloomberg, 永安期货北京研究院

库存方面, 全球含 SPR 总库存低位, 近期小幅累库, 美国商业原油库存为中性水平。美国近期小幅补充战略储备库存, 后续仍有进一步补库计划。补库与否的核心取决于价格, 此前美国能源部宣布以不高于 WTI 79 美元/桶的价格进行补库。

图16：美国原油库存

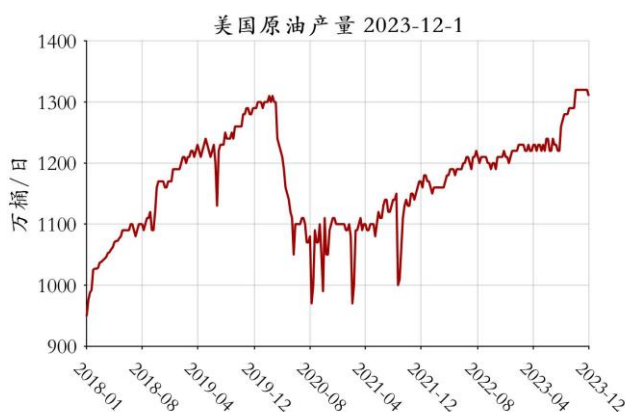
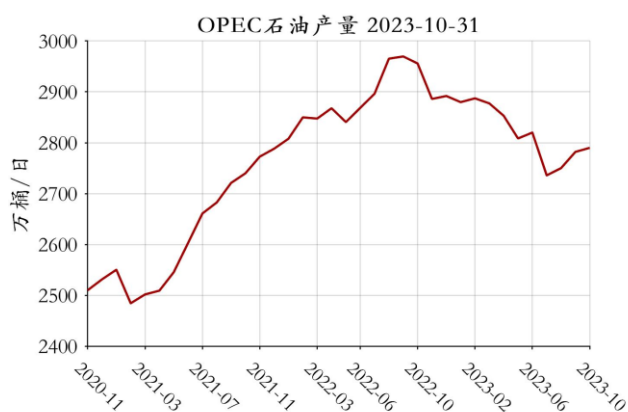


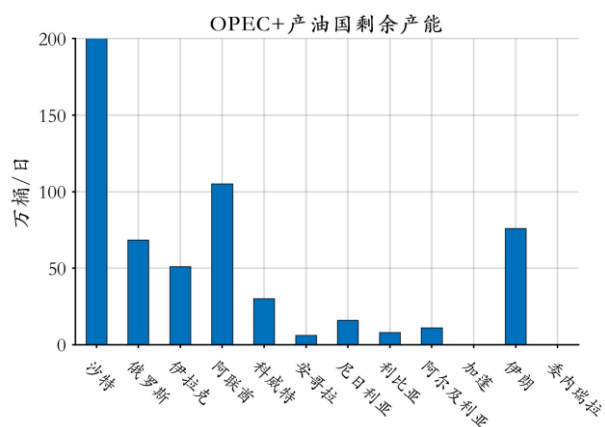
数据来源：Wind, 彭博, 永安期货北京研究院

供应方面，核心关注 OPEC+减产执行情况，以及油价进一步走低后，OPEC+是否进行额外减产。当前市场仍担忧 OPEC+ “自愿” 减产的约束性有限，也体现出闲置产能充足的背景下，市场对于 OPEC 内部团结问题的担忧。近期 OPEC 产油国的原油出口量未出现明显回落，后续持续跟踪该数据。

非 OPEC+国家 2024 年有明显的供应增加预期，一定程度上加大了 OPEC 进一步减产的难度，据 IEA 统计，美国、巴西、圭亚那和加拿大 2024 年的合计产能增量为 110 万桶/日，其中，美国增量为 45 万桶/日。美国原油产量最新为 1310 万桶/日，NGL 增量明显，但钻机数及新井数在此前的 6 个月中持续回落，预计未来美国产量增速或有所放缓。

图17：主要产油国产量及剩余产能

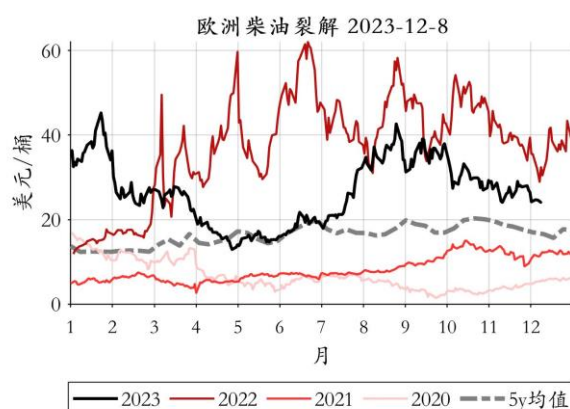
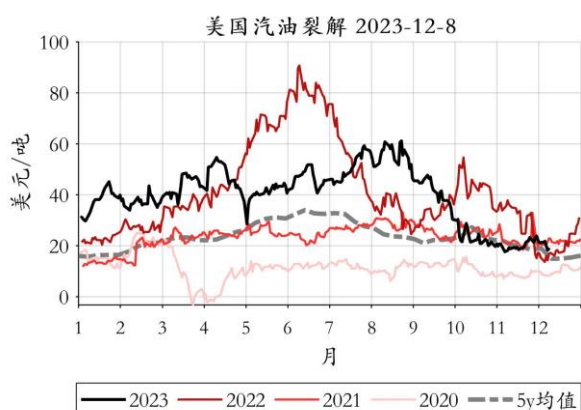


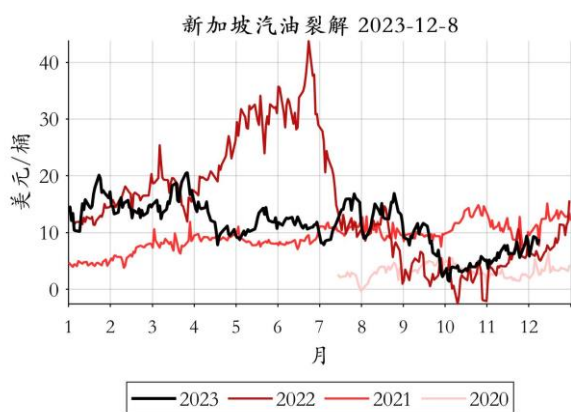


数据来源: Wind,Bloomberg,永安期货北京研究院

需求端矛盾有限，以符合季节性走势为主。海外成品油利润持稳于5年均值附近，海外炼厂开工逐步回升。成品油总库存略偏低，柴油库存偏低。暖冬预期下，冬季燃烧需求或偏弱。

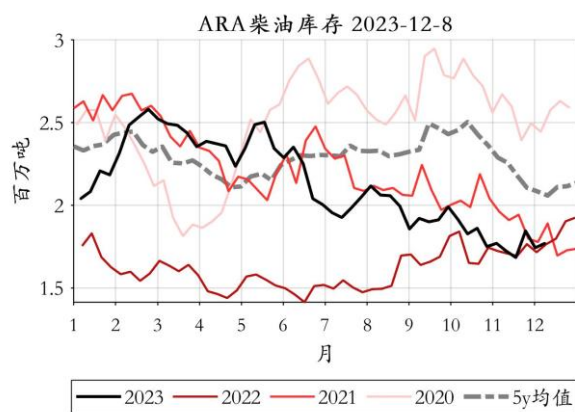
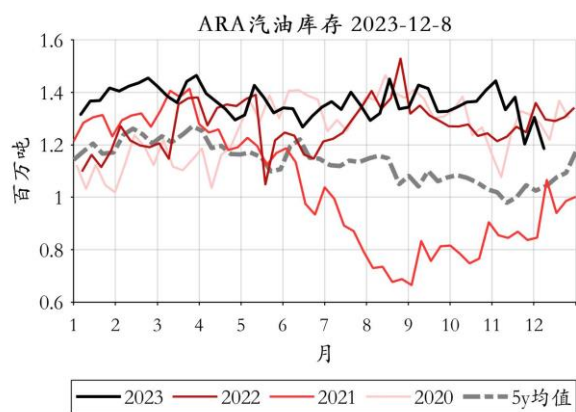
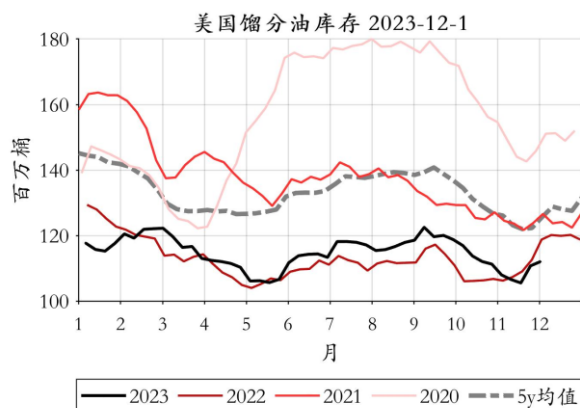
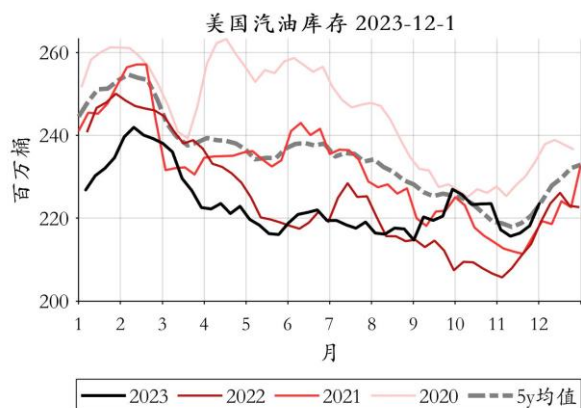
图18: 全球汽柴油裂解价差

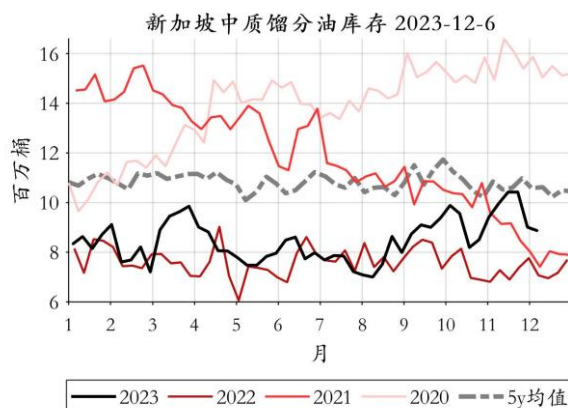
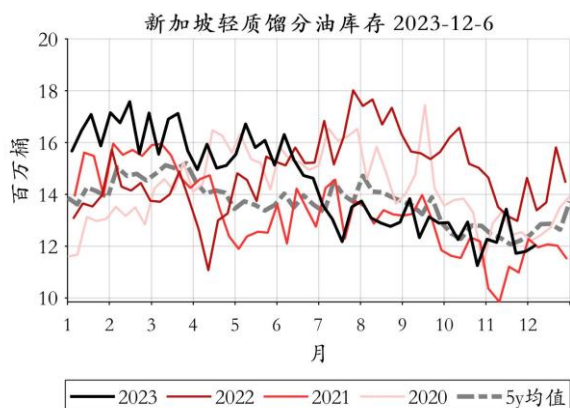




数据来源: Wind,Bloomberg,永安期货北京研究院

图19: 全球成品油库存





数据来源: Wind,Bloomberg,永安期货北京研究院

四、结论

短期视角, BU 相对估值偏高(近月升水较大+利润中性), 短期上行空间受限。年度视角, 大厂冬储合同对盘面有托底效果, 对明年原油中枢及道路需求并不悲观, 叠加原料问题存在发酵可能, 建议等待低位买点。