



2022年12月26日

成本逻辑减弱，供需或成为焦点

内容提要

供应：今年沥青供应呈现前低后高的走势，上半年受疫情和原油价格大幅上涨对于沥青裂解利润的压制，沥青装置开工率始终维持低位水平，但下半年随着原油价格回落让利叠加国内沥青低库存背景下，国内沥青现货价格表现强势，同时对应沥青的供应也大幅回升，主要体现在地炼产量上。就目前国内炼能来看，沥青产能相对充足，明年现金流预期转弱的背景下预计转产渣油，沥青供应预计有所收缩。

需求：今年沥青需求整体表现偏弱，一方面“十四五”期间道路建设总量较“十三五”大概率进一步收窄固然限制了需求增速，另外年内受疫情叠加终端项目现金流影响，年内需求释放缓慢，导致三季度旺季不旺，且四季度沥青现货价格高位导致贸易商冬储意愿不高。明年来看终端项目开工由于防疫政策放松，叠加房地产端的预期改善，预计需求相对今年预计有所改善。

成本：在海外大幅加息背景下，尽管海外低库存叠加 OPEC+减产政策支撑原油价格，但海外大概率衰退拖累原油需求以及 OPEC+持续减产可能性偏低，预计原油价格重心相对今年有所下移，预计下一个平台震荡。

总结：随着原油价格波动放缓且价格预期下移，成本端对于沥青价格影响将逐步减弱，沥青价格重心回到自身的供需端。需求端预计明年在政策支撑下有所改善，但供应端产能相对充足，沥青紧缺的局面出现概率较低。成本原油预期下移，但沥青需求预期改善的背景下，沥青价格难走出单边波动，操作上可以关注沥青裂解做扩套利，或需求启动阶段性做多的行情。

风险提示

- 1、地缘冲突加剧；
- 2、需求回升不及预期；
- 3、海外经济衰退不及预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：汤剑林

· 从业资格编号 F3074960

· 投资咨询编号 Z0017825

邮箱：tangjianlin@jinxinqh.com



一、行情回顾

2022 年沥青期货价格呈现大涨大跌的过程，主要还是跟随成本端原油价格波动，年内波动可以分为两个阶段：

第一阶段：1-6 月中旬，年初沥青价格波动不大，随着国内降温导致终端项目逐渐停工，而沥青需求受疫情影响导致预期悲观背景下，贸易商接货意愿不高，而后至 2 月底俄乌冲突爆发以后，原油价格大幅飙升，受成本端原油价格影响，沥青价格此阶段大幅飙升，此外沥青裂解利润的持续走低导致中石化开工率大幅回落，此阶段沥青库存持续走低，这也支撑沥青价格。

第二阶段：6 月中旬至今，原油价格受海外主要经济体大幅加息叠加地缘冲突带来的经济衰退的预期下，原油价格震荡回落；而国内沥青供需宽松也导致沥青价格承压，此前中石化大幅减产，这导致地炼产量大幅回升，而受制于疫情叠加终端项目现金流偏紧导致需求偏弱，期间沥青库存持续增加，沥青价格持续回落；到 12 月份冬储需求逐渐释放，沥青价格企稳回升。

图 1 沥青期货主力合约价格：元/吨

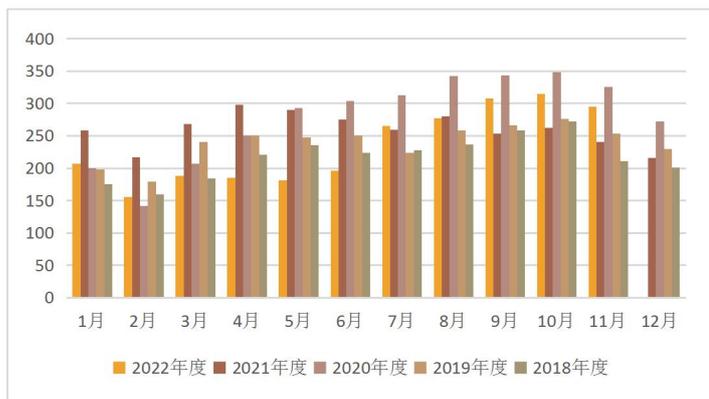


资料来源：博易云，优财研究院

二、供应：产能充足，检修或转产偏多

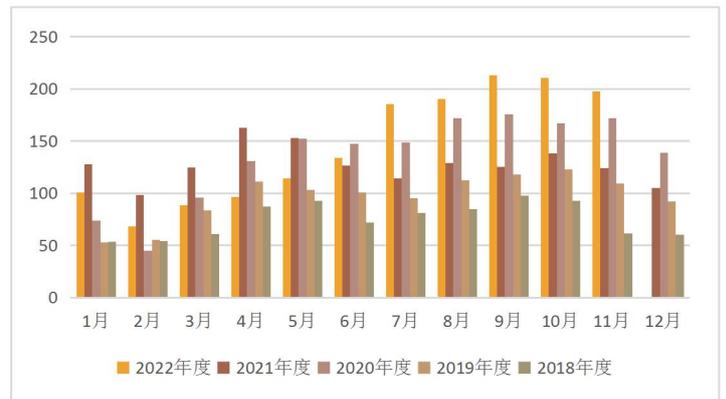
截至 2022 年 11 月，国内沥青产量 2572 万吨，预计 12 月产量 274 万吨，全年沥青产量 2846 万吨，相对 2021 年产量 3118 万吨减少 272 万吨，减幅 8.7%。但地炼产量年内大幅回升，截至 2022 年 11 月山东地炼沥青月度产量 1599 万吨，预计 12 月产量 200 万吨，预计 2022 年山东地炼沥青产量 1799 万吨，相对 2021 年 1528 万吨增加 271 万吨，涨幅 17.7%。主要下半年后受中石化大幅减产，地炼沥青产量大幅回升，地炼加工原料转换为稀释沥青后，下半年稀释沥青贴水暴跌，沥青炼厂利润大增，高利润背景下地炼产量持续增长。

图 2 中国沥青月度产量：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

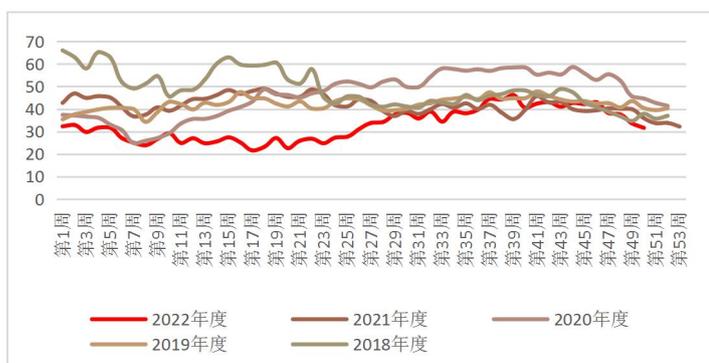
图 3 山东地炼沥青月度产量：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

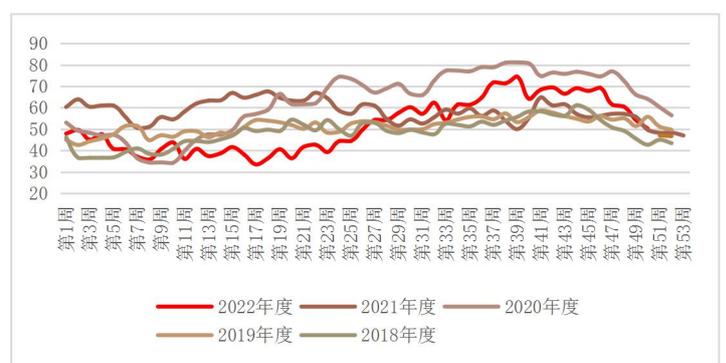
从供应的季节性来看，上半年国内沥青开工率始终维持低位，沥青产量上半年保持近几年来最低，尽管需求端受疫情以及季节性因素影响偏弱，供应低位叠加成本端原油价格偏强导致沥青价格上半年持续走高。

图 4 重交沥青周度开工率：%



资料来源：钢联数据，优财研究院

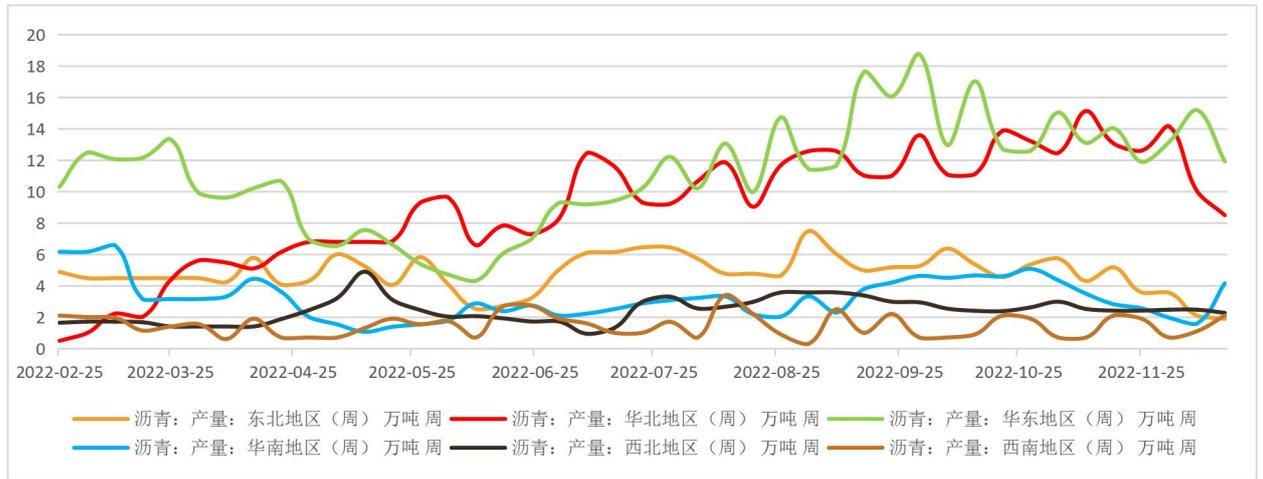
图 5 中国沥青周度产量：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

从区域性角度来看，年内沥青增量主要集中在华东地区和华北地区，其他地区年内增量有限。

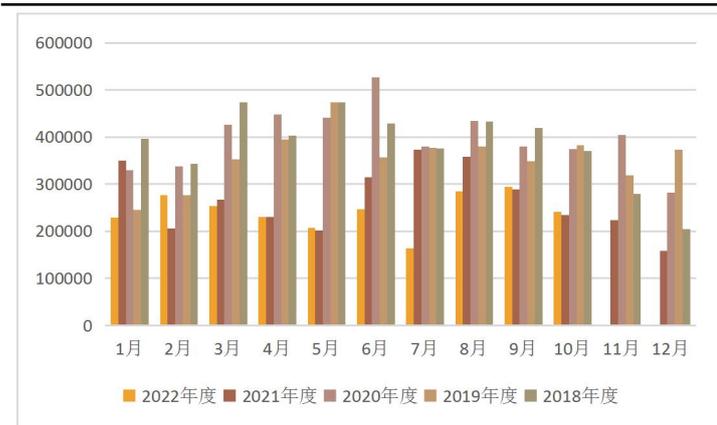
图6 中国沥青周度产量（分区域）：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

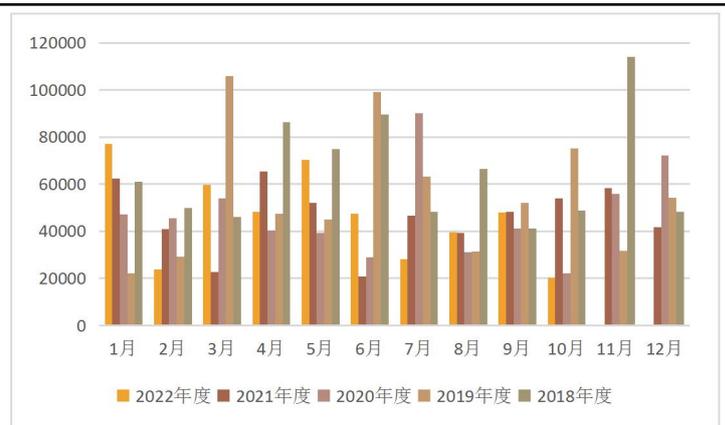
进口方面，2022年1-10月沥青进口量242.6万吨，同比下滑14.2%，预计全年沥青总进口量在272万吨左右，同比减少约47万吨，其中韩国和新加坡是主要进口来源，进口占比分别为56.2%和31.2%。进口的缩减一方面由于国内地炼产量增加且需求受疫情影响缩减，另一方面由于海外成品油裂解利润表现良好，导致海外炼厂转产渣油。明年来看，预计进口仍维持偏低的水平。

图7 中国沥青月度进口量：吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

图8 中国沥青月度出口量：吨

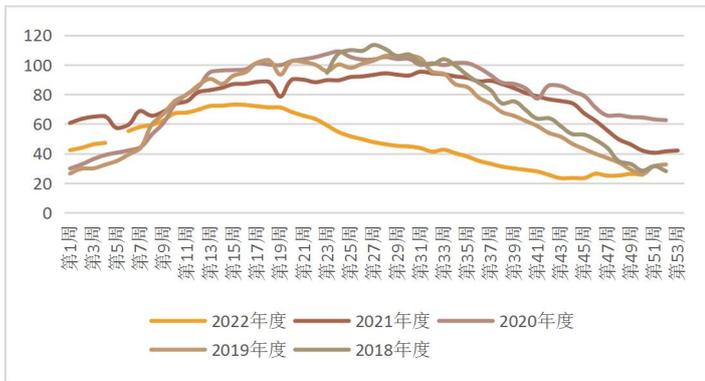


资料来源：钢联数据，优财研究院

库存方面，年内沥青社会库存持续去库，沥青现货价格持续高位的背景下贸易商接货意愿始终偏低；而内地企业库存呈现前高后平的波动，上半年受沥青季节性偏弱叠加

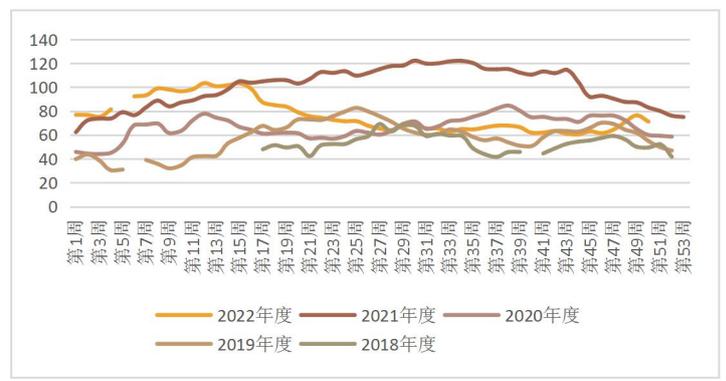
疫情影响，沥青需求偏弱导致沥青厂库高位，但随着中石化减产以及疫情后需求的逐渐回升，沥青厂库也持续回落。

图9 沥青社会库存：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

图10 石油沥青国内企业库存：万吨

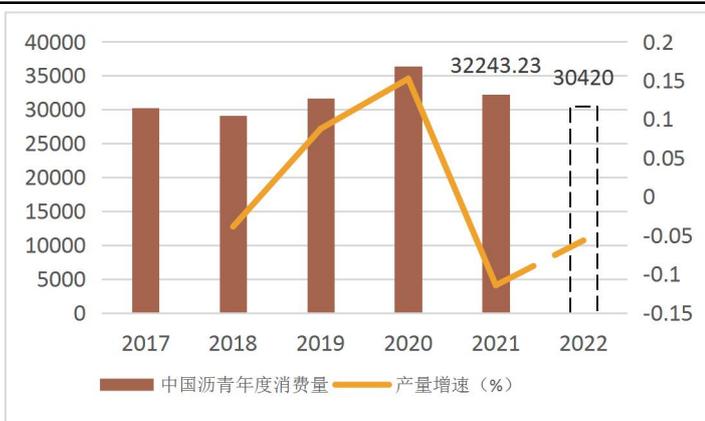


资料来源：钢联数据，优财研究院

三、需求：终端需求表现偏弱

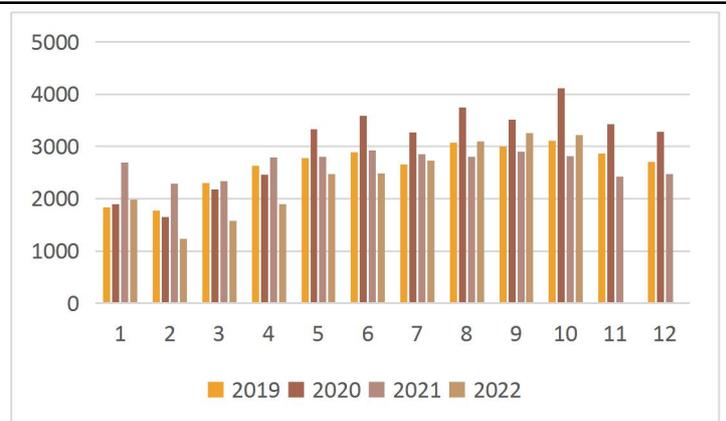
需求方面，2022年1-10月国内沥青消费量2392.4万吨，预计全年沥青消费量3042万吨，同比2021年3224万吨缩减182万吨，一方面，“十四五”期间道路建设总量较“十三五”大概率进一步收窄固然限制了需求增速，另一方面年内受疫情叠加终端项目现金流影响，年内需求释放缓慢，导致三季度旺季不旺，且四季度沥青现货价格高位导致贸易商冬储意愿不高。

图11：中国沥青年度消费量：千吨，%



资料来源：卓创资讯，优财研究院

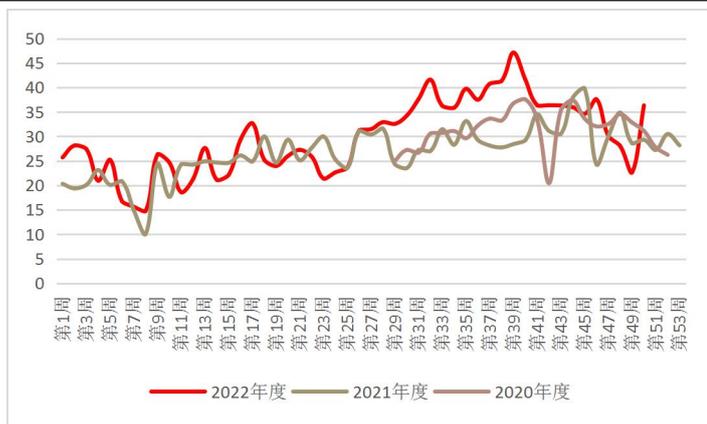
图12：中国沥青月度消费量：千吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

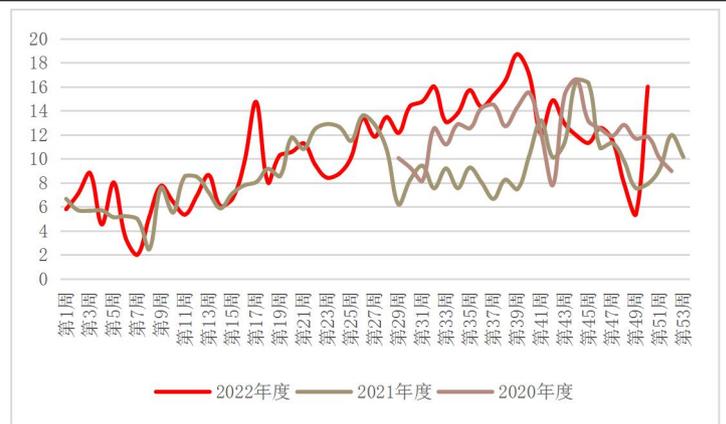
从出货量角度来看，上半年始终维持在低位水平，四季度初受季节性影响出现小幅回升，但终端项目现金流影响高出货量也仅是昙花一现，随后大幅回落；到12月月底原油价格回升叠加现货价格下跌刺激冬储意愿背景下，国内出货量再度出现回升。

图 13：中国沥青周度出货量：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

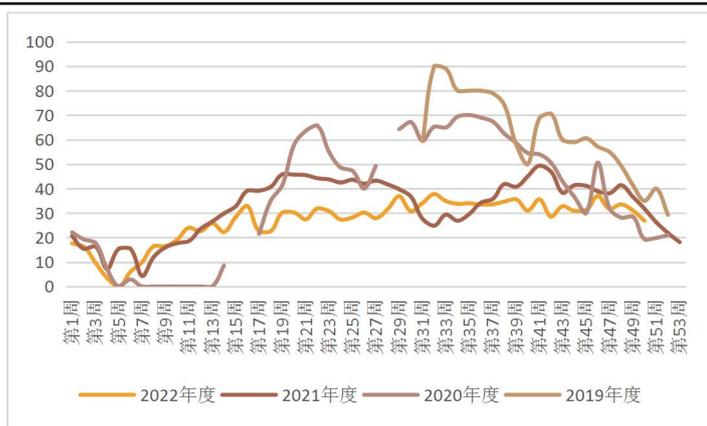
图 14：山东沥青出货量：万吨



资料来源：钢联数据，优财研究院

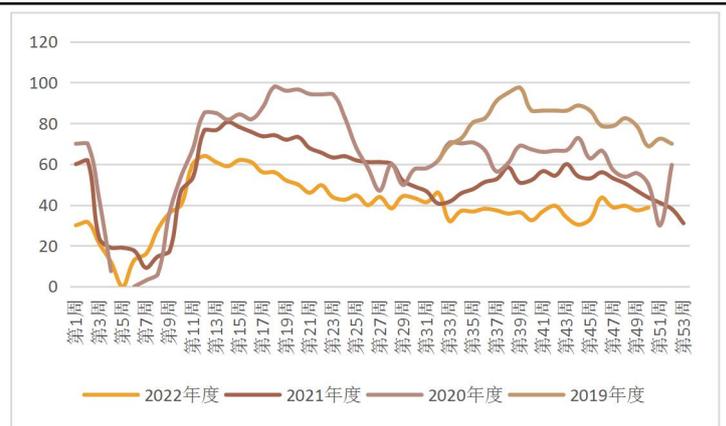
从下游需求细分来看，年内防水卷材沥青开工率始终维持在低位，主要受到房地产行业偏弱影响，而道路改性沥青开工率年内也表现偏弱，道路需求也表现一般，另外受消费端偏弱影响，改性沥青鞋材用开工率也表现偏弱。

图 15：道路改性沥青平均开工率：%



资料来源：钢联数据，优财研究院

图 16：防水卷材沥青平均开工率：%



资料来源：钢联数据，优财研究院

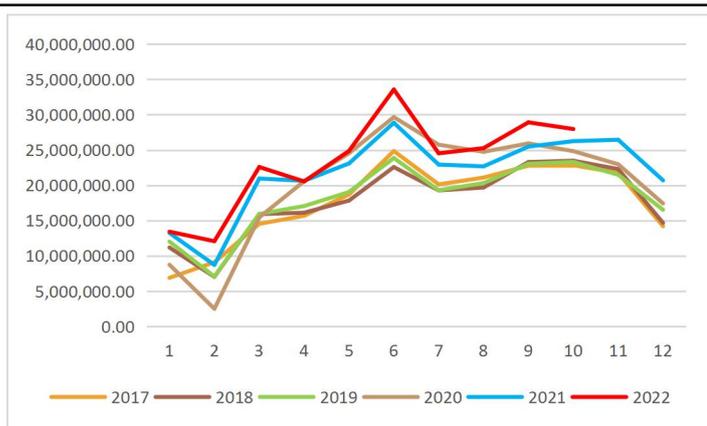
图 17: SBS 改性沥青鞋材用平均开工率: %



资料来源: 钢联数据, 优财研究院

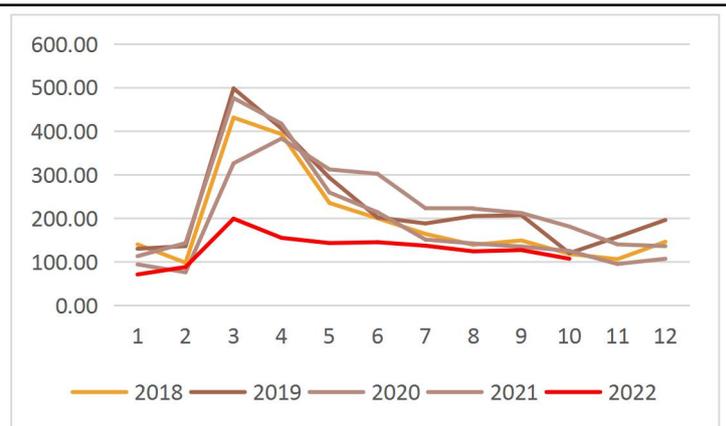
交通固定资产投资数据来看, 2022 年 1—10 月, 我国完成公路水路交通固定资产投资 24665 亿元, 同比增长 9.5%。其中公路投资 23369 亿元, 同比增长 9.6%; 内河投资 634 亿元, 同比增长 9.2%; 沿海投资 652 亿元, 同比增长 8.2%。从沥青摊铺机销量数据来看, 年内国内沥青混凝土摊铺机月度销量始终维持在近几年最低水平, 代表终端道路沥青需求始终偏弱。明年来看, 今年交通固定资产投资同步大幅增长, 但沥青需求并未出现大幅改善, 主要原因在于资金并未落地, 明年逆周期背景下基建发力, 预计沥青需求或迎表现。

图 18 全国公路水路交通固定资产投资: 万元



资料来源: IFind, 优财研究院

图 19 沥青混凝土摊铺机销量: 台



资料来源: wind, 优财研究院

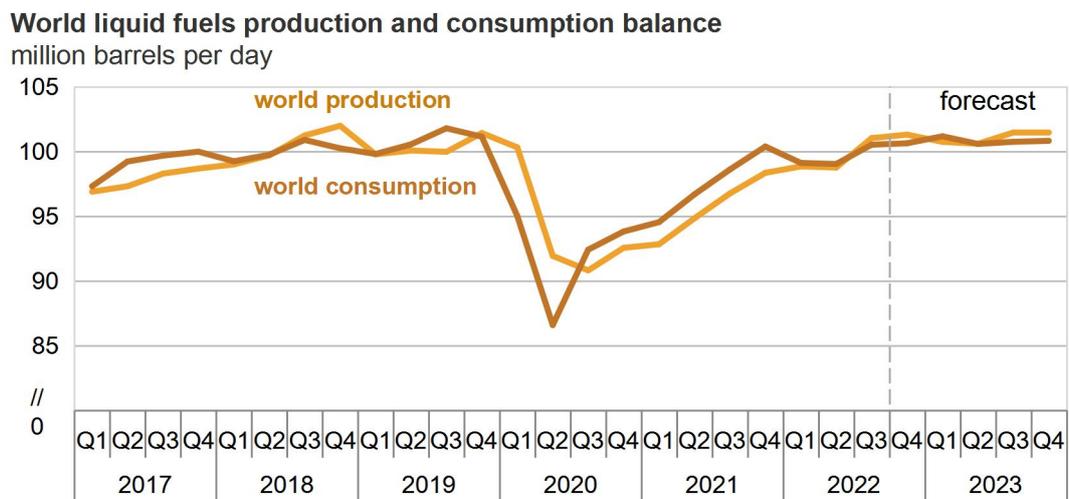
四、现金流：现金流限制终端需求

4.1 原油：海外大幅加息导致衰退预期

EIA 月报预计 2022、2023 年全球石油供应同比增加 423 万、74 万桶/日至 9993 万、10067 万桶/日；预计 2022、2023 年全球石油需求同比增加 226 万、116 万桶/日至 9982 万、10098 万桶/日。EIA 预计 2022、2023 年全球石油供需过剩 11 万桶/日、短缺 31 万桶/日。

OPEC 月报预计 2022、2023 年非 OPEC 石油供应同比增加 190 万、154 万桶/日至 6558 万、6712 万桶/日。预计 2022、2023 年全球石油需求同比增加 255 万、224 万桶/日至 9957 万、10182 万桶/日。预计 2022、2023 年 Call on OPEC 同比增加 54 万、65 万桶/日至 2860 万、2926 万桶/日。

图 20 EIA12 月报全球原油供需平衡表



资料来源：EIA，优财研究院

尽管两大机构预计明年全球原油存在缺口，但基于海外主要经济体大幅加息的背景下，对应原油需求不断回落也将导致原油价格承压，全球大概率衰退或导致原油需求不应过度乐观，短期或由于 OPEC+ 减产政策支撑油价，但随着增产或全球经济衰退的兑现，原油价格的政策底并不牢固。预计明年国际原油价格重心下移，宽幅震荡为主，关注地缘冲突的变化以及 OPEC+ 方面的减产政策。

图 21 美国通胀与利率



资料来源：wind，优财研究院

图 22 IMF 全球经济增速预测：%

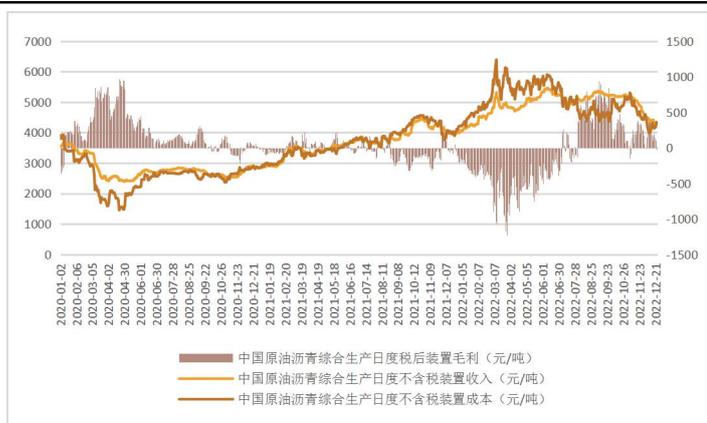


资料来源：wind，优财研究院

4.2 利润：前低后高，利润分化

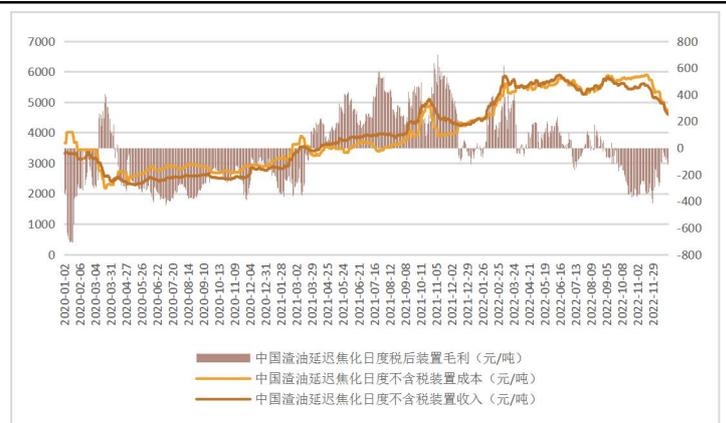
现金流来看，年内沥青装置利润呈现前低后高的局面，上半年原油价格大幅上涨导致沥青利润大幅压缩，这也导致国内沥青上半年维持低位，但随着原油价格回落叠加低库存的带来的沥青价格高位，下半年沥青利润表现较好；但相对沥青利润，延迟焦化利润年内始终维持偏低的水平，这导致期货价格沥青-燃料油价格下半年后大幅走高。明年来看，预计随着燃料油需求的回升，沥青和延迟焦化利润将重新分配，沥青现金流或走低。

图 23 沥青现金流：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

图 24 延迟焦化现金流：元/吨



资料来源：卓创资讯，优财研究院

五、行情展望

供应方面，今年沥青供应呈现前低后高的走势，上半年受疫情和原油价格大幅上涨对于沥青裂解利润的压制，沥青装置开工率始终维持低位水平，但下半年随着原油价格回落让利叠加国内沥青低库存背景下，国内沥青现货价格表现强势，同时对应沥青的供应也大幅回升，主要体现在地炼产量上。就目前国内炼能来看，沥青产能相对充足，明年现金流预期转弱的背景下预计转产渣油，沥青供应预计有所收缩。

需求方面，今年沥青需求整体表现偏弱，一方面“十四五”期间道路建设总量较“十三五”大概率进一步收窄固然限制了需求增速，另外年内受疫情叠加终端项目现金流影响，年内需求释放缓慢，导致三季度旺季不旺，且四季度沥青现货价格高位导致贸易商冬储意愿不高。明年来看终端项目开工由于防疫政策放松，叠加房地产端的预期改善，预计需求相对今年预计有所改善。

成本端原油价格方面，在海外大幅加息背景下，尽管海外低库存叠加 OPEC+减产政策支撑原油价格，但海外大概率衰退拖累原油需求以及 OPEC+持续减产可能性偏低，预计原油价格重心相对今年有所下移，预计下一个平台震荡。

综合来看，随着原油价格波动放缓且价格预期下移，成本端对于沥青价格影响将逐步减弱，沥青价格重心回到自身的供需端。需求端预计明年在政策支撑下有所改善，但供应端产能相对充足，沥青紧缺的局面出现概率较低。成本原油预期下移，但沥青需求预期改善的背景下，沥青价格难走出单边波动，操作上可以关注沥青裂解做扩套利，或需求启动阶段性做多的行情。

六、平衡表预估

年份	产量	进口	出口	消费量	供需差
2020	3340	476	56	3791	-31
2021	3118	321	55	3397	+13
2022E	2845	282	56	3071	+12
2023E	3000	300	55	3249	-4

七、风险提示

- 1、地缘冲突加剧；
- 2、需求回升不及预期；
- 3、海外经济衰退不及预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>