

2023年01月17日

广金期货研究中心

能源化工研究员

马琛

020-88523420

期货从业资格证号：

F03095619

投资咨询资格证号：

Z0017388

相关图表



基差低位&利润增加，沥青裂解价差有望走弱

核心观点

2022年12月以来，受到沥青库存低位运行、供应缩量、冬储需求以及基建预期需求的支撑，沥青期价走势偏强，带动沥青裂解价差快速走强，截至2023年1月13日，沥青与原油主力合约裂解价差在-113.4元/吨，较12月初上涨589.2元/吨。我们认为接下来沥青裂解价差即将迎来一轮走弱行情，基于的逻辑观点如下：

- 1、沥青厂实际利润增加，供应端迎来产量修复；
- 2、需求面临弱现实，经济未全面恢复，道路交通及基建项目活跃度不高，社会库存大幅累积，终端需求仍低迷；
- 3、沥青基差处于相对低位，期现正套操作压制期货盘面，近期关注到沥青仓单出现增加趋势；
- 4、中国防疫政策优化后，原油市场修复将快于沥青市场，同时在政策上，近期国内成品油第一批出口配额宽幅增加以及第二批原油非国营贸易进口配额的下放，均刺激炼厂采购原油积极性。

目录

一、行情回顾&观点提出	3
二、利润增加，炼厂增产动力强劲	4
三、需求面临弱现实	7
四、基差低位、仓单增加	9
五、原油预期震荡偏强	9
六、结论	11
分析师声明	12
分析师介绍	12
免责声明	13
联系电话：400-930-7770	13
公司官网： www.gzjkqh.com	13
广州金控期货有限公司分支机构	14

一、行情回顾&观点提出

2022年12月以来，受到沥青库存低位运行、供应缩量、冬储需求以及基建预期需求的支撑，沥青期价走势偏强，带动沥青裂解价差快速走强，截至2023年1月13日，沥青与原油主力合约裂解价差在-113.4元/吨，较12月初上涨589.2元/吨¹。我们认为接下来沥青裂解价差即将迎来一轮走弱行情，基于的逻辑观点如下：

- 1、沥青厂实际利润增加，供应端迎来产量修复；
- 2、需求面临弱现实，经济未全面恢复，道路交通及基建项目活跃度不高，社会库存大幅累积，终端需求仍低迷；
- 3、沥青基差处于相对低位，期现正套操作压制期货盘面，近期关注到沥青仓单出现增加趋势；
- 4、中国防疫政策优化后，原油市场修复将快于沥青市场，同时在政策上，近期国内成品油第一批出口配额宽幅增加以及第二批原油非国营贸易进口配额的下放，均刺激炼厂采购原油积极性。

¹ Wind

图表 1：沥青主力合约走势图



来源：文华财经、广金期货研究中心

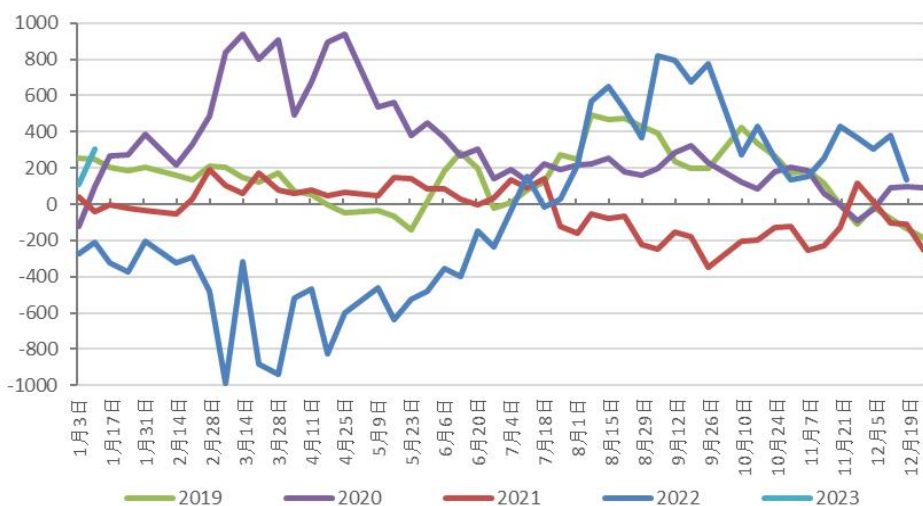
二、利润增加，炼厂增产动力强劲

2022 年上半年由于原油成本高企、终端弱需求、库存高企，沥青价格走势弱于原油价格，沥青厂 2022 年上半年一直处于亏损状态，沥青开工受到限制。沥青厂去年上半年开工负荷始终处于历史同期低位，维持在 20-30% 区间波动。由于低开工以及焦化装置的分流，2022 年上半年沥青产量明显下滑，同比去年下滑 29.7%²。三季度沥青生产利润改善，开工开始回升，而需求端进入消费旺季，社会库存、厂库去化，生产利润得到持续改善，使得沥青开工&产量迅速反弹，而需求缺乏强驱动，高利润再次收缩。冬季消费淡季，贸易商、厂库降价出货，供应再次减量，12 月排产大幅下降。

² 卓创资讯

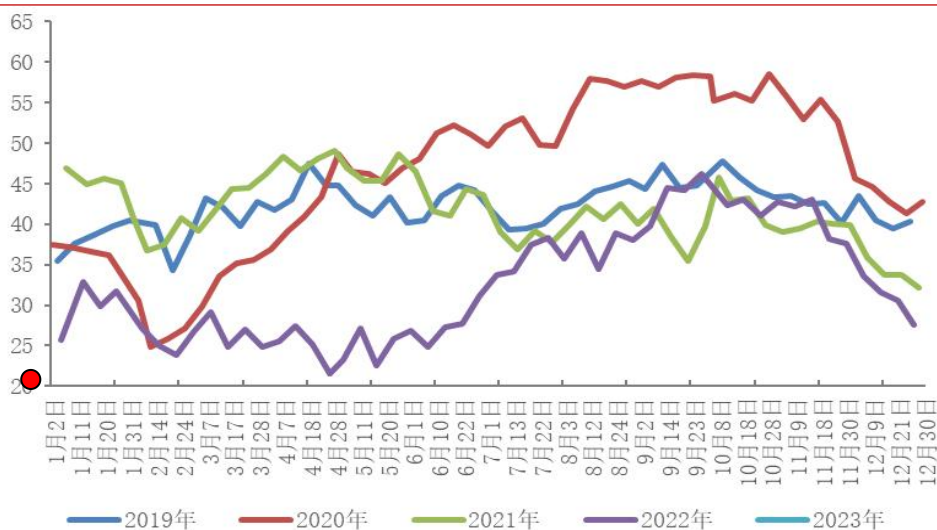
沥青市场遵循从“利润-开工-供应-价格-利润”这一逻辑链条，且沥青的供给价格弹性较大。从生产沥青的实际利润来看，进入 2023 年沥青生产利润由负转正，且利润不断累积，截至 2023 年 1 月 11 日，山东综合型独立炼厂生产沥青利润为 305.85 元/吨，环比上涨 194.48 元/吨³。高利润将促使沥青厂提升开工负荷，沥青增产动力较为强劲。

图表 2：沥青厂生产利润（元/吨）



来源：卓创资讯、广金期货研究中心

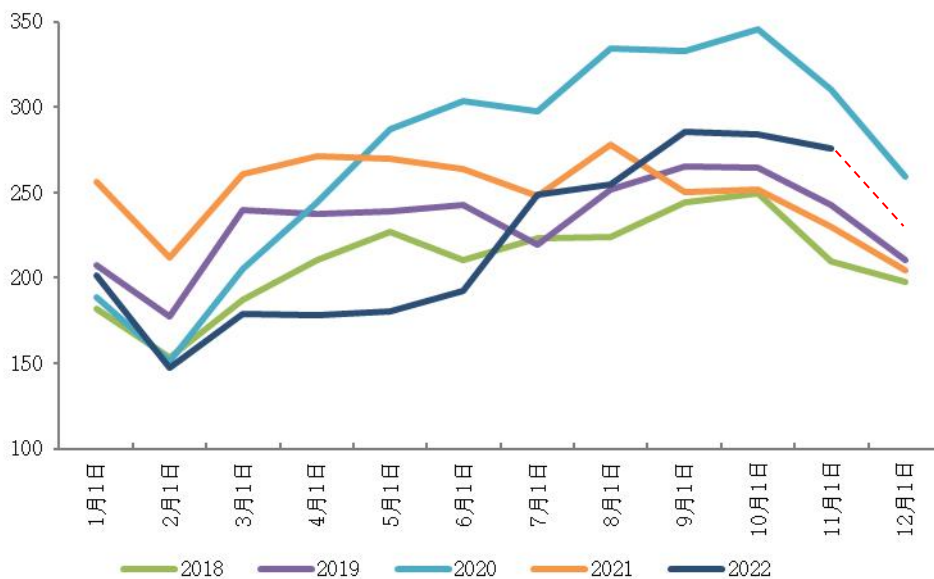
图表 3：沥青装置开工率（%）



来源：Wind、广金期货研究中心

³ 卓创资讯

图表 4：国内沥青产量（万吨）



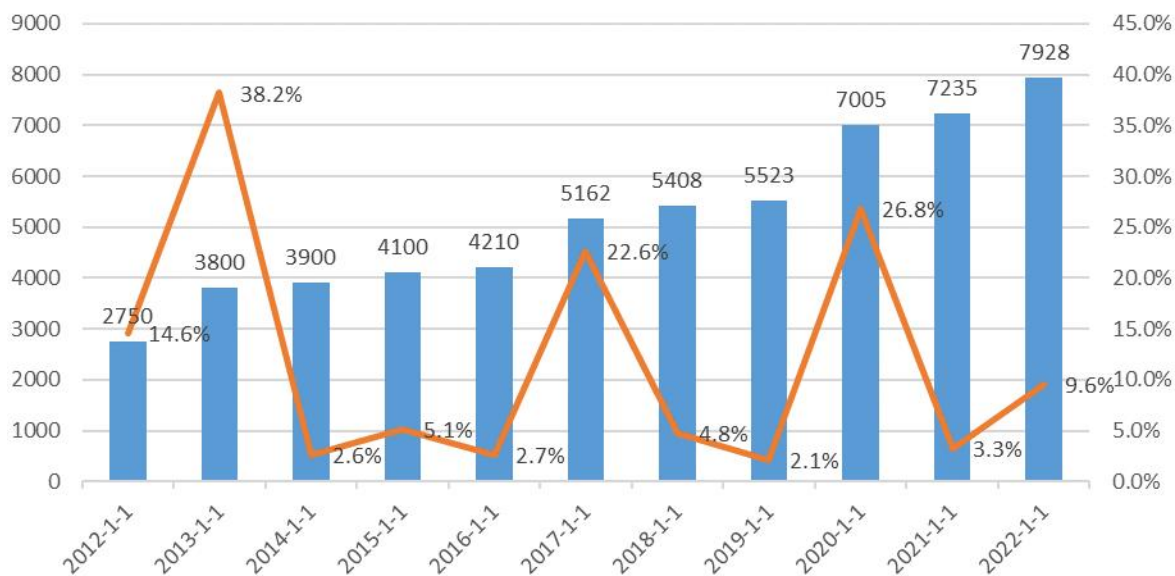
来源：卓创资讯、广金期货研究中心

前几年由于稀释沥青原料的优势，民营炼厂以及主营炼厂不断有新产能投产，沥青产能得到快速释放，截至 2022 年底中国沥青产能扩增至 7928 万吨/年，同比增加 9.6%，近十年国内沥青产能年均增速在 11.8%⁴。

国内沥青产能过剩带来影响，首先是由于产能过剩，炼厂维持在较低的开工负荷，其次是炼厂高利润难以维持，一旦利润空间打开，开工以及产量迅速回归，这也是沥青高裂解价差难以维系的主要原因之一。

⁴ 隆众资讯

图表 5：中国沥青产能（万吨/年）



来源：隆众资讯、广金期货研究中心

三、需求面临弱现实

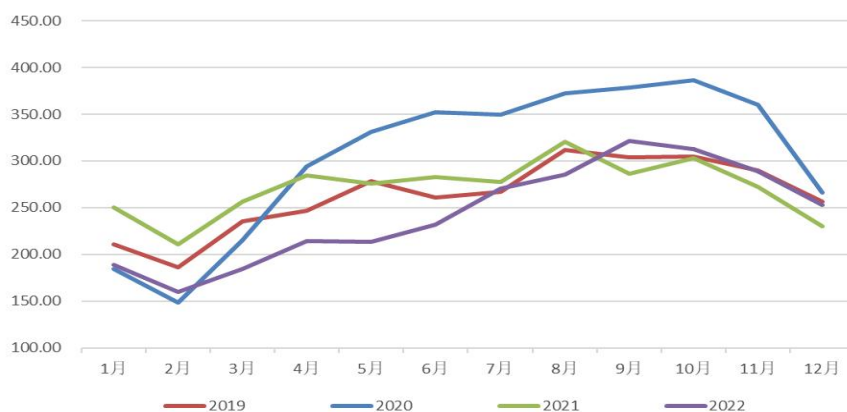
2022 年中国沥青需求整体偏弱，预计 2022 年国内沥青实际需求在 2925 万吨，同比 2021 年下滑 10.1%⁵。消费出现回落的主要原因包含以下几方面：首先，终端资金面偏紧，特别是中小型公路项目；其次，由于国际油价大幅走高，沥青绝对价格跟随成本上涨，进一步加剧资金压力；第三，国内经济低迷，道路沥青需求乏力；最后，房地产行业低迷，一直被看好的防水沥青需求不及去年。

2022 年稳增长政策大力推进，专项债资金加速投放，三季度旺季沥青终端需求边际改善，9 月至 10 月份国内沥青实际需求超过去年同期，但旺季结束后 11 月开始沥青消费快速转弱。

⁵ 海关总署、卓创资讯

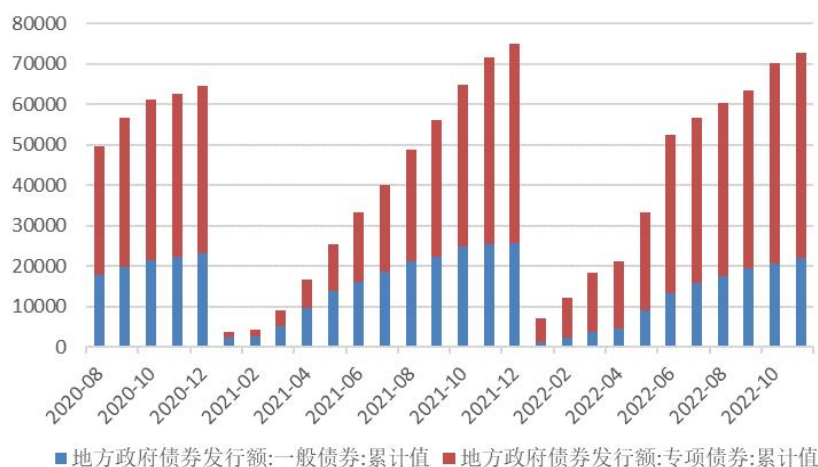
进入 2023 年，在防疫逐步放开的背景下，疫情对我国经济的影响逐渐减小，经济恢复将带来整体消费的复苏，稳基建政策仍为沥青消费增长托底。此外，多地出台相关政策提振房地产市场信心，预计今年防水沥青需求好于去年。整体而言，2023 年沥青需求有上涨空间，但增量可能相对有限。春节前后北方项目基本停滞，消费处于传统淡季，需求面临弱现实。此外，目前沥青冬储需求已经基本上被炼厂吸收完毕，冬储产能的预售将带来原料的采购需求。

图表 6：国内沥青实际需求（万吨）



来源：卓创资讯、海关总署、广金期货研究中心

图表 7：地方专项债发行额（亿元）

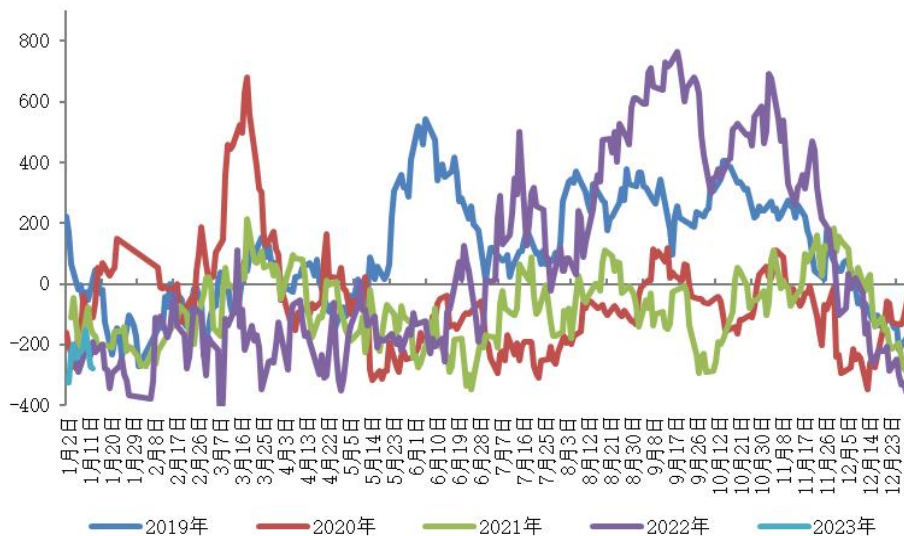


来源：Wind

四、基差低位、仓单增加

目前沥青基差处于历史相对低位，截至 2023 年 1 月 13 日，山东地区沥青基差在-279 元/吨，环比下滑 8 元/吨，处于去年同期低位⁶。近期沥青仓单快速增加，加之期现套利商操作增加，沥青期价承压。截至 2023 年 1 月 16 日，上海期货交易所沥青厂库及仓库仓单总计在 92070 吨，较一周前增加 56000 吨⁷。

图表 7：山东地区沥青基差



来源：Wind、广金期货研究中心

五、原油预期震荡偏强

中国防疫政策优化后，原油市场修复将快于沥青市场，我们对于原油市场研判是震荡偏强的观点。

基本面来看，供应端为油市提供底部支撑，欧佩克维持减产政策，且 11 月&12 月减产执行率较高；美国原油产量仍

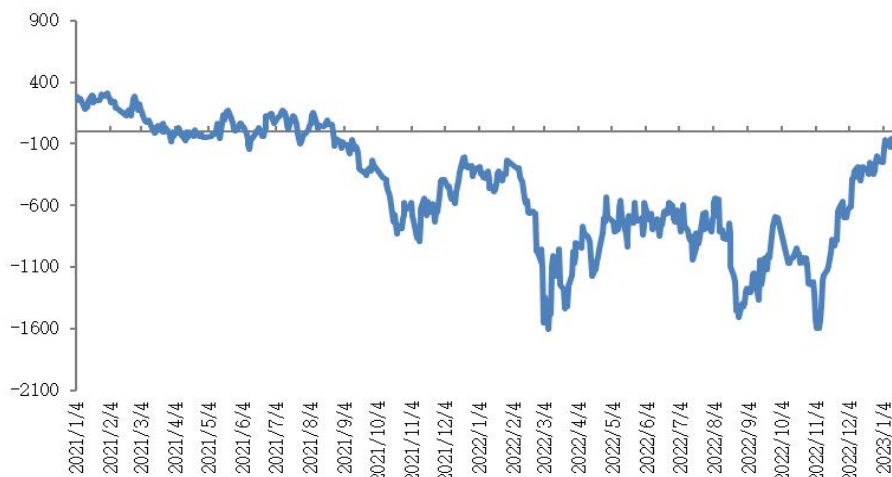
⁶ Wind

⁷ 上期所

滞涨，最新一期数据显示，美国原油产量较疫情前峰值仍存在 80 万桶/天缺口；2022 年俄罗斯财政赤字扩大，其一季度减产概率大大增加。需求端，受到中国市场重新开放的支撑，预期中国石油需求将较快速修复。目前国内各大城市第一轮感染高峰已过，出行预期增加将提振汽油消费，受经济情况影响更大的柴油消费的复苏脚步可能要慢于汽油。此外，中国首批成品油出口配额同比增加 46%，第二批非国营贸易进口配额也下放，刺激炼厂采购原料需求。宏观上，12 月份美国通胀率两年半来首次下降，预计美联储将放缓加息步伐，石油价格上方压力有所缓解。

短期来看，中国石油需求弱现实，整体需求回归还未兑现，加之外盘天然气价格暴跌，油代气需求被挤出，油价以区间震荡为主。中长期来看，俄罗斯石油减产以及亚洲石油需求修复，油价仍存上涨空间，而当供需调整错配时将导致阶段性的行情出现。

图表 8：BU-SC 主力合约裂解价差



来源：Wind、广金期货研究中心

六、结论

2022年12月以来沥青裂解价差宽幅走强，而基于沥青生产利润增加将令产量修复、沥青需求仍面临弱现实、基差处于相对低位以及中国防疫政策优化后原油市场修复将快于沥青的逻辑，预期沥青裂解价差有望走弱。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍



马琛

能源化工研究员

广州金控期货有限公司研究中心能源化工资深研究员。曾在能化咨询公司任职七年，从事原油、炼厂、燃料油、船供油、液化气等产品分析和咨询工作。具有五年以上期货从业经验，获得大连商品交易所 2019 年优秀期货投研团队，上海期货交易所 2021 年度优秀分析师。专注于能化产品研究，注重具有国际化视野的产业链和跨产业的基本面分析，并多次接受第一财经、文华财经、财联社等知名媒体采访。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

<p>• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555</p>	<p>• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815</p>
<p>• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室 电话：0411-84806645</p>	<p>• 山东分公司 地址：山东省济南市市中区英雄山路129号祥泰广场1号楼2403室 电话：0531-55554330</p>
<p>• 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021</p>	<p>• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室 电话：0571-87791385</p>
<p>• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314</p>	<p>• 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603</p>
<p>• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880</p>	<p>• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123、1124号 电话：0351-7876105</p>