



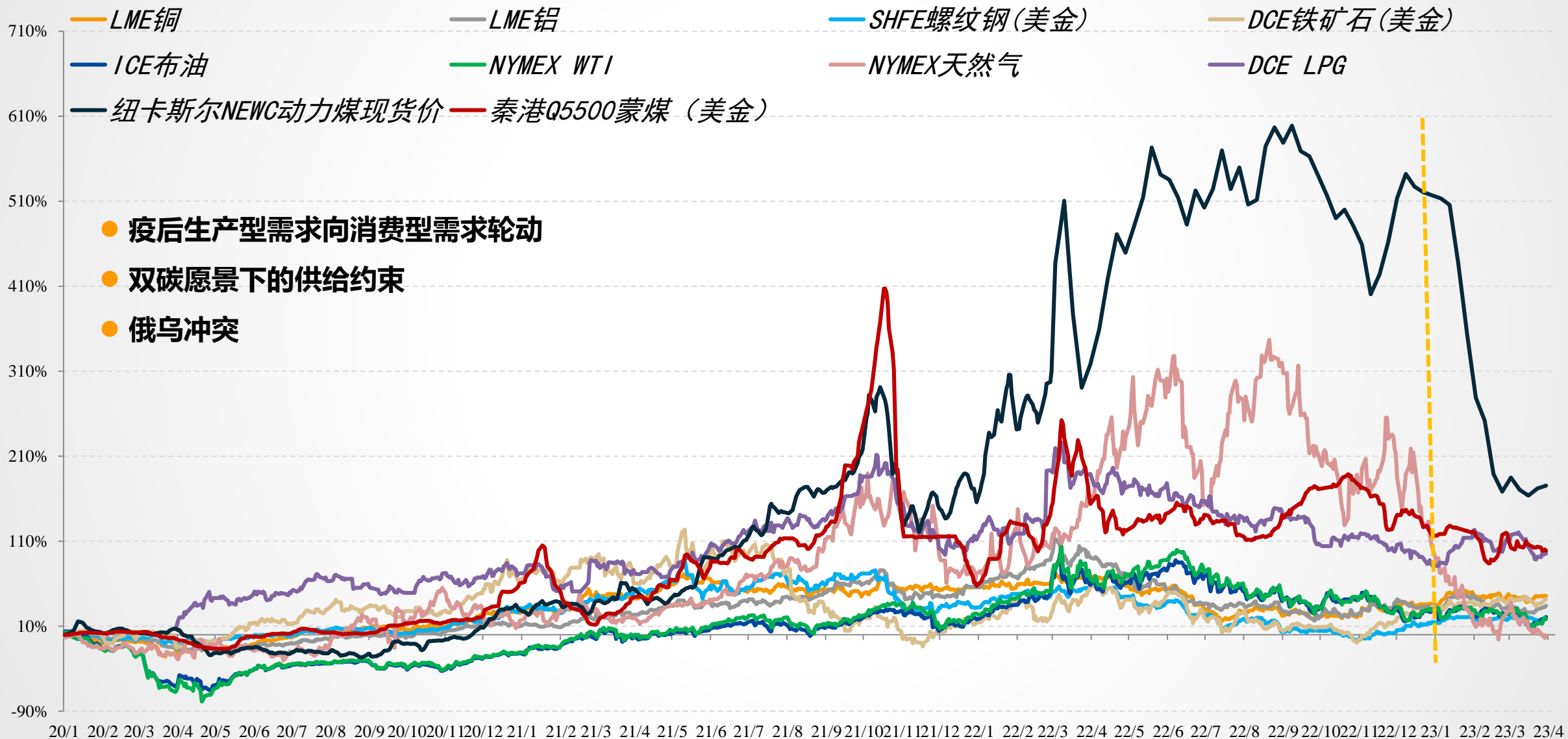
# 能源春季策略：渐次寻底，再起波澜

高明宇

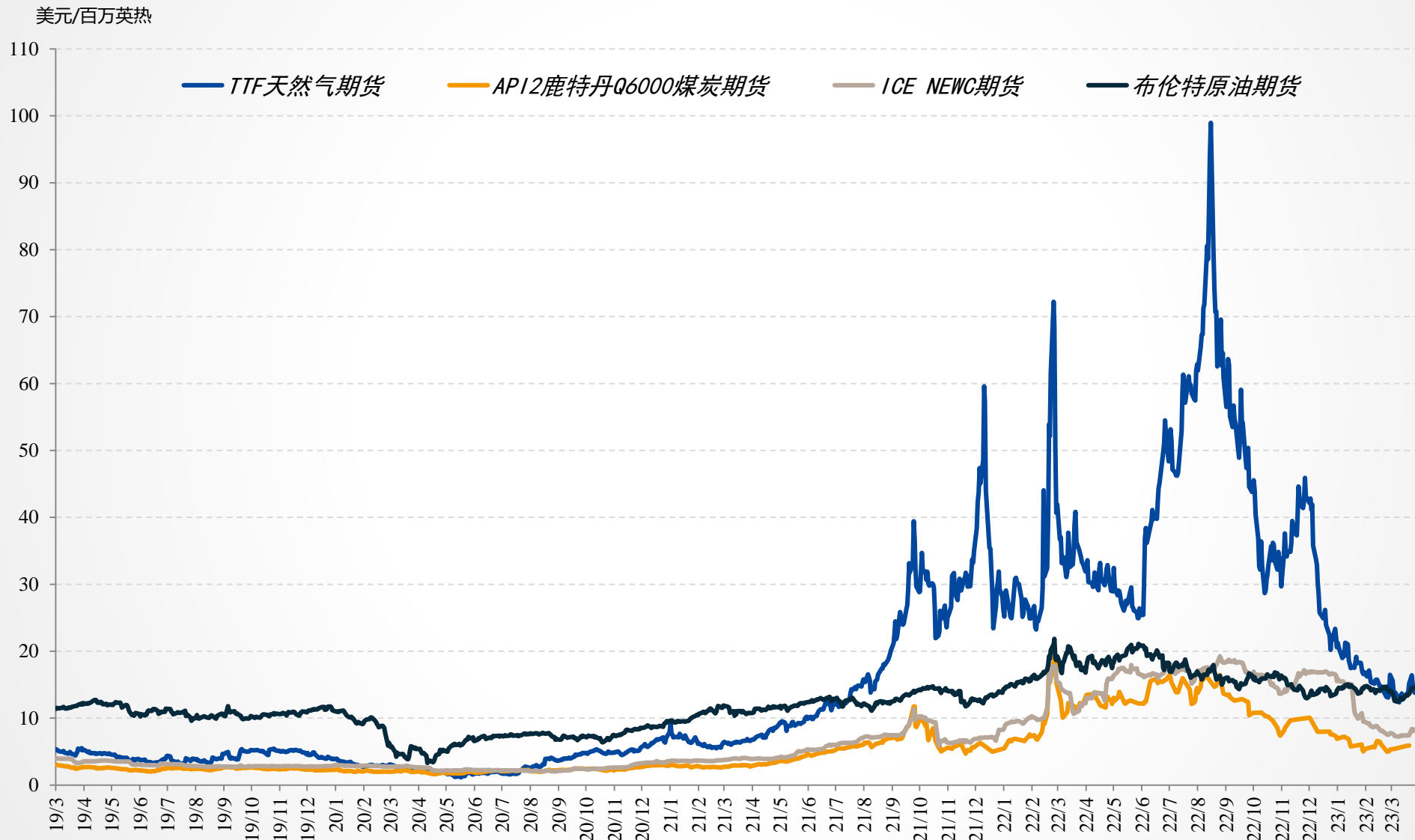
从业资格号：F0302201

投资咨询号：Z0012038

# “能源危机”---交易衰退---渐次寻底



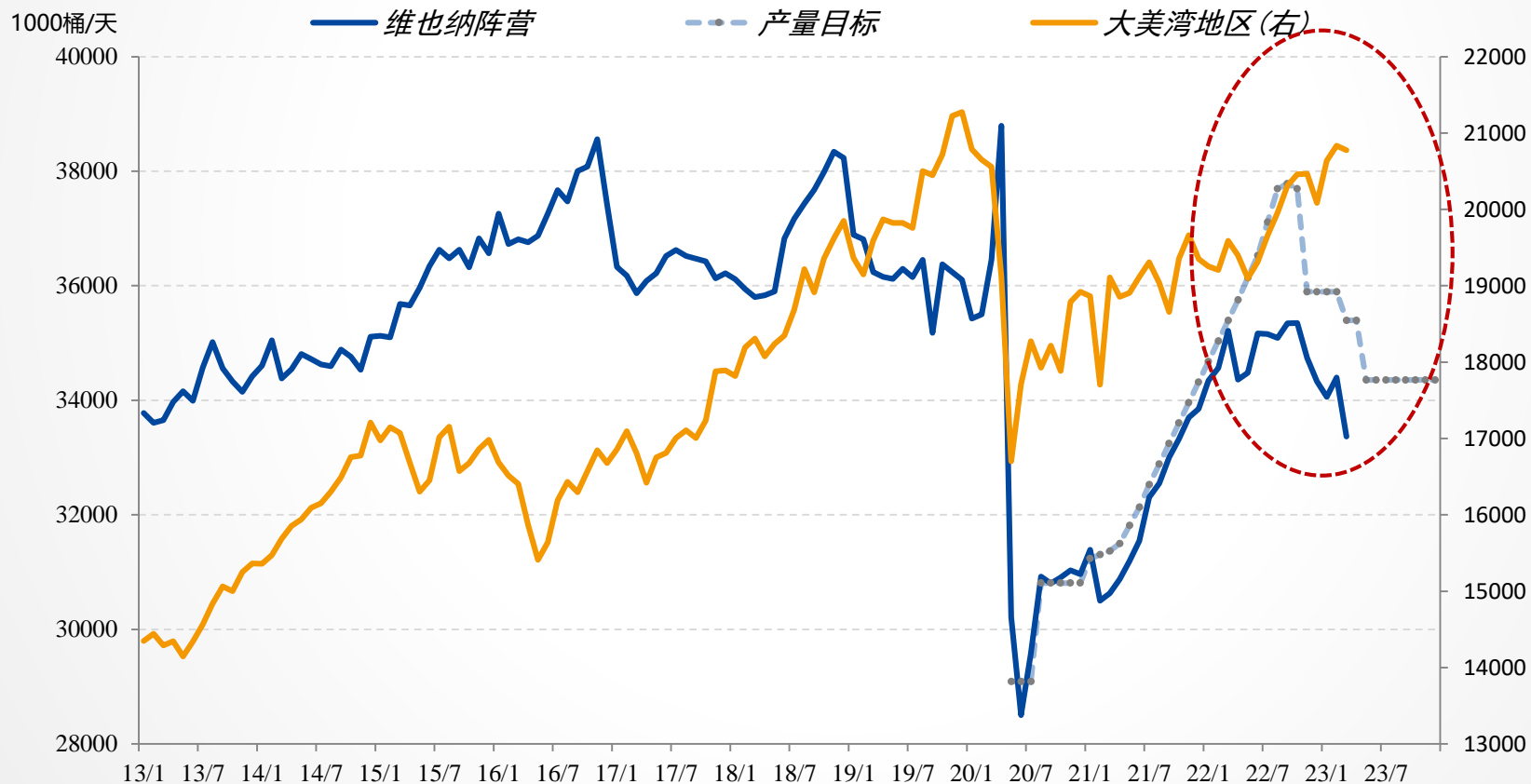
# 能源系商品等热值价格走势：油>气>煤



数据来源：路透，国投安信期货

# 维也纳阵营vs大美湾地区博弈再度展开

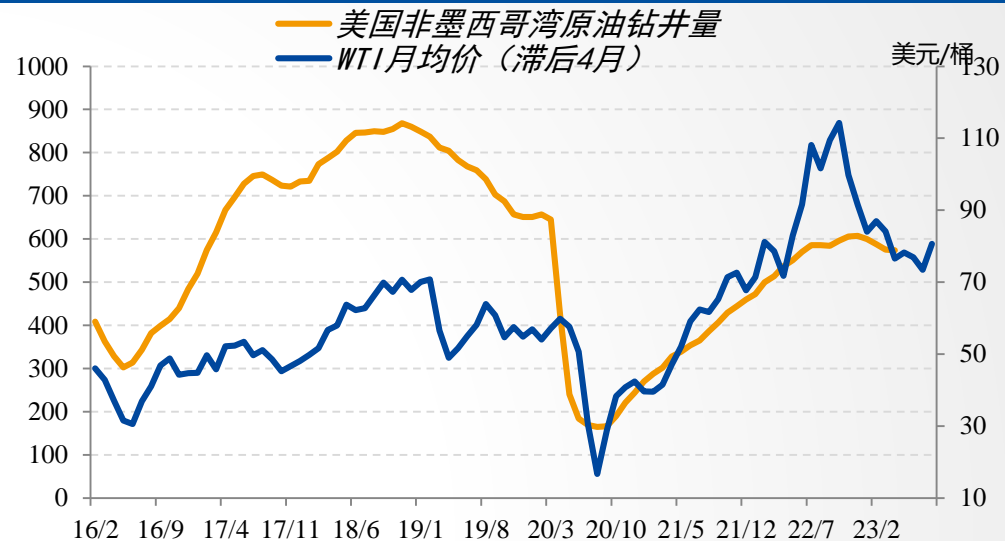
- **产量分歧的背后：**从增产能力的分歧到合意油价的分歧
- **OPEC+先发制人：**4月2日，沙特、俄罗斯联合其他7个OPEC+成员国宣布自发减产计划，合计规模165.7万桶/天，时间自5月延续至2023年底。
- **环比减量大概率将得到兑现：**2022年11月维也纳阵营减产60.5万桶/天，实际产量低于产量目标115.2万桶/天。



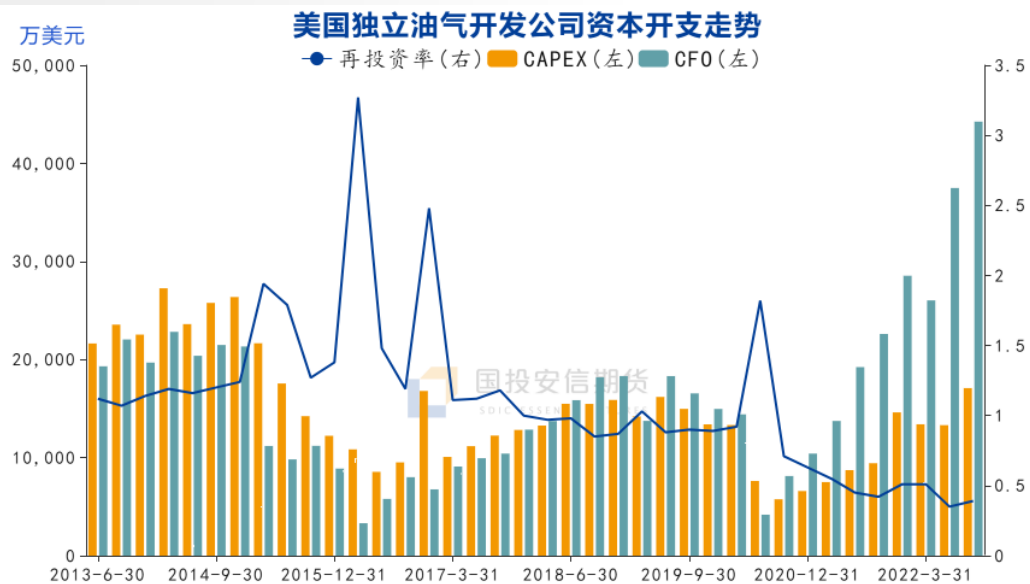
数据来源：Rystad Energy, 国投安信期货

# 美国：页岩油二季度钻井量仍有下行空间

- 能源转型、股利需求增加等原因导致的页岩油新增投资减少是制约美国原油产量增长的长期原因



数据来源：wind，国投安信期货



数据来源：彭博

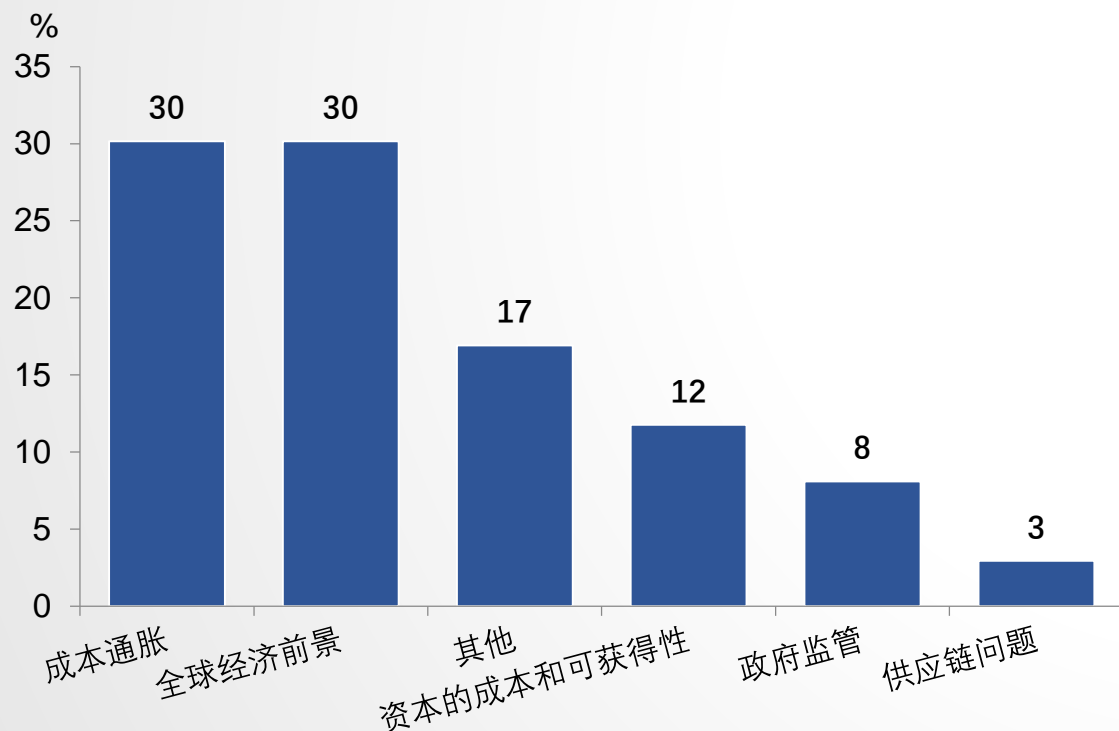


数据来源：彭博，国投安信期货

## ➤ 2023Q1达拉斯联储调查：

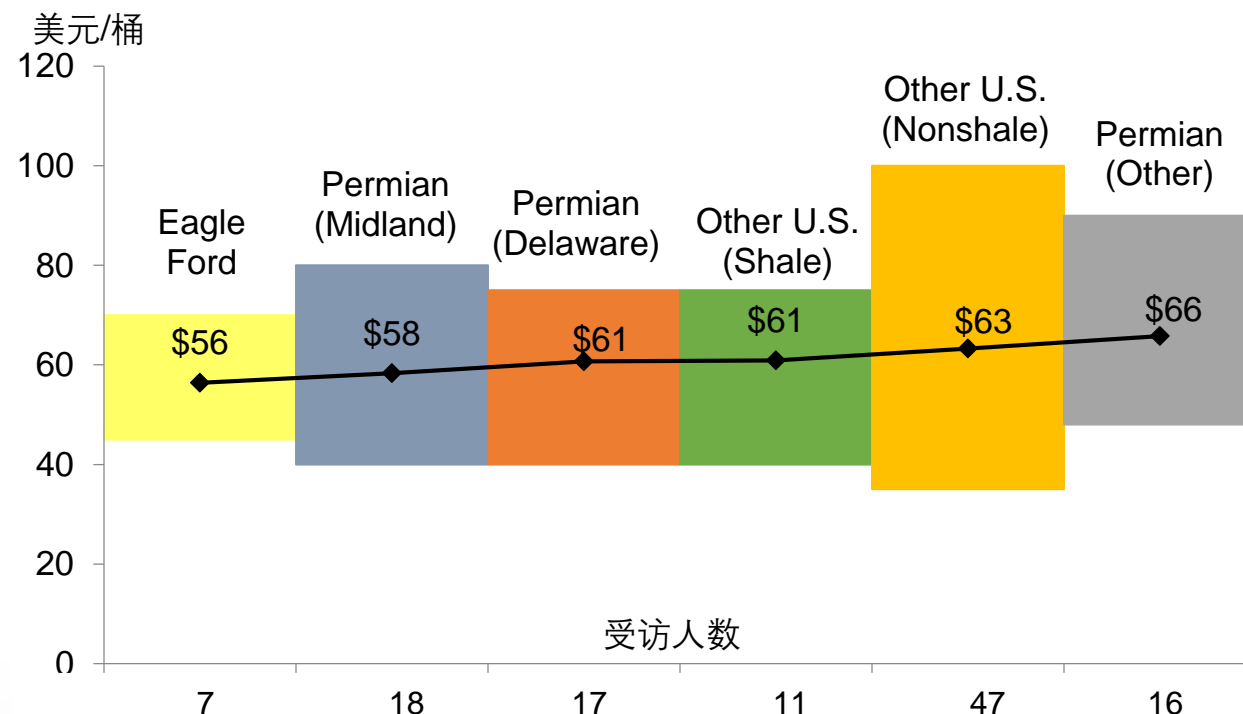
- 1) 60%的油气公司认为**成本通胀**和**全球经济增长/衰退**是影响2023年公司盈利性的最主要因素。
- 2) **成本通胀**：目前美国页岩油生产商钻新井的**盈亏平衡油价为62美元/桶，较去年高6美元/桶**；其中大型产商的盈亏平衡油价为55美元/桶，小型产商的盈亏平衡油价为64美元/桶。

## 2023年影响美国油气公司盈利前景的最重要因素



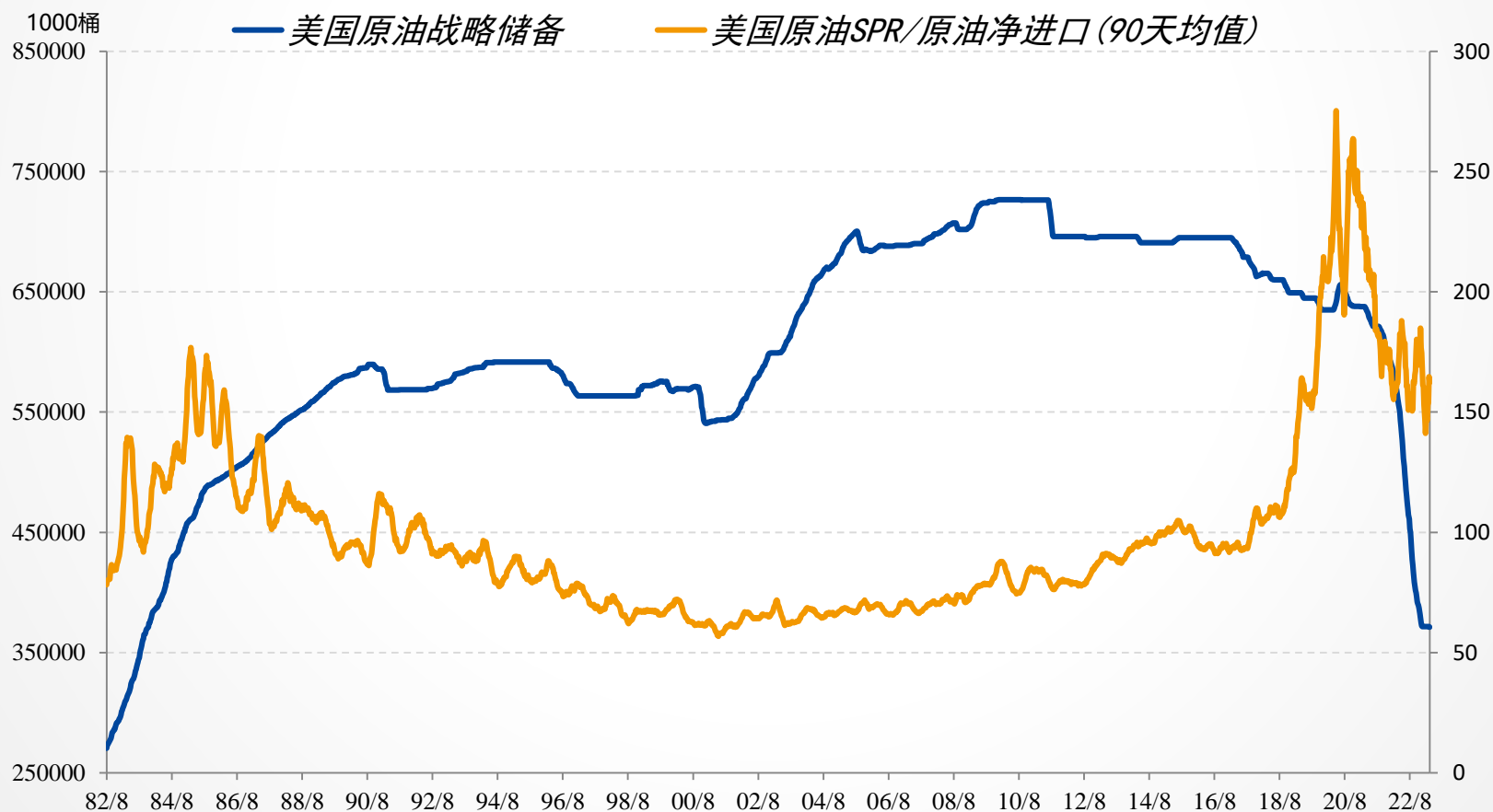
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

## 钻新井的盈亏平衡油价——WTI



SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

- 2022年美国原油战略储备回落2.2亿桶（60.6万桶/天），今年二季度完成2600万桶销售计划后战略储备将下降至1983年以来最低水平，或阶段性面临难以涵盖90天原油净进口量的考验。
- 下半年4000-6000万桶收储计划推迟已完成预期释放。

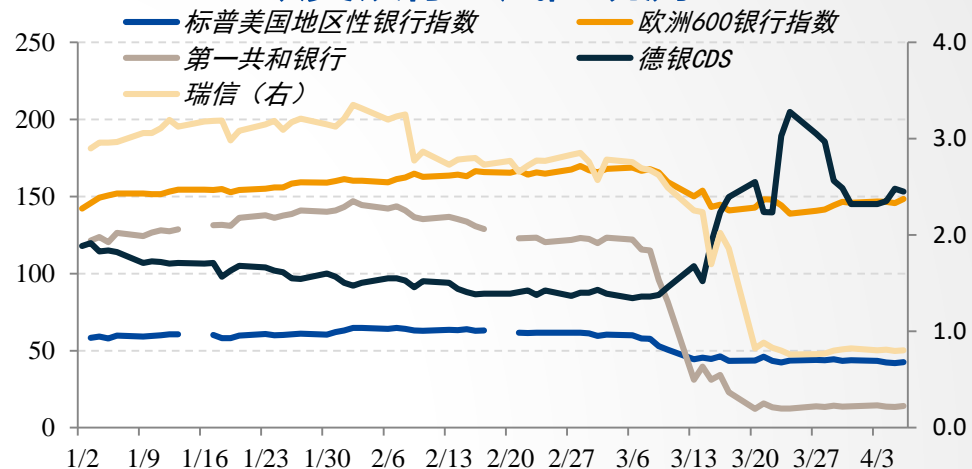


数据来源：wind，国投安信期货

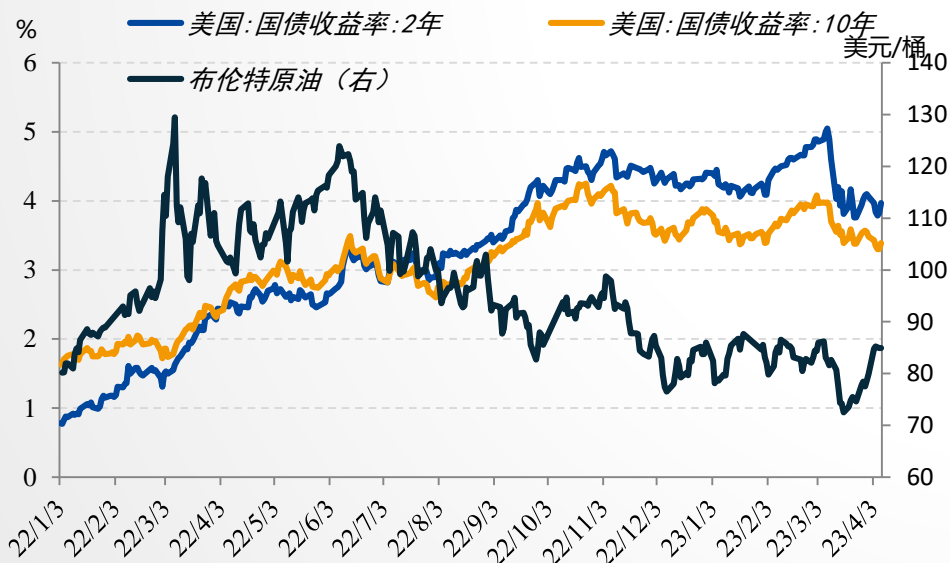
# 美国：加息预期升温或是最终选项

- 欧美银行系统风险暂告平息后，加息预期及金融条件对油价的影响大幅缓释。
- 重回基本面主导的油价或令5月后加息预期再度升温

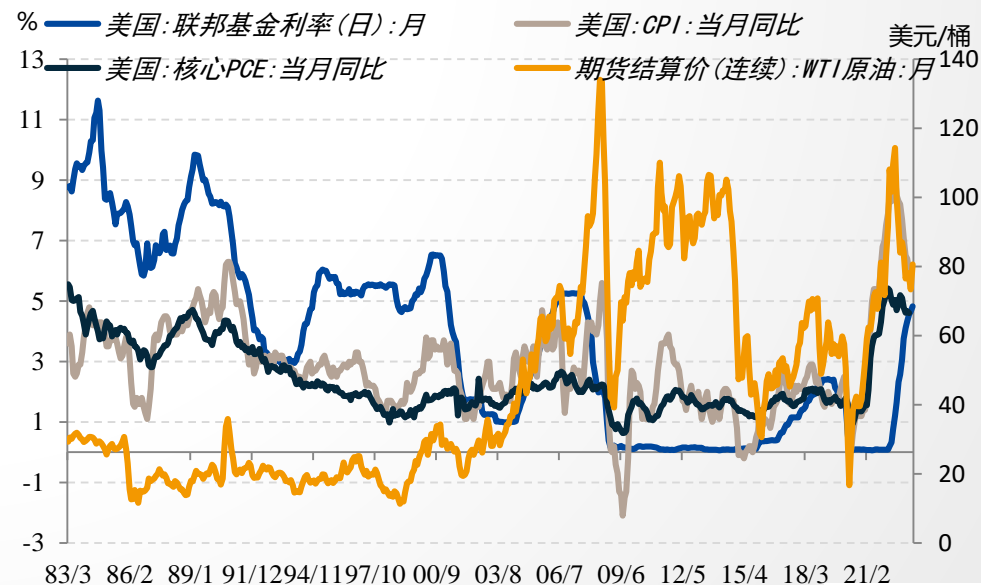
## 欧美银行业风险观测



数据来源：路透，国投安信期货



数据来源：wind，国投安信期货



数据来源：wind，国投安信期货



# 中国需求：汽油、航煤仍是相对亮点，柴油物流需求偏弱

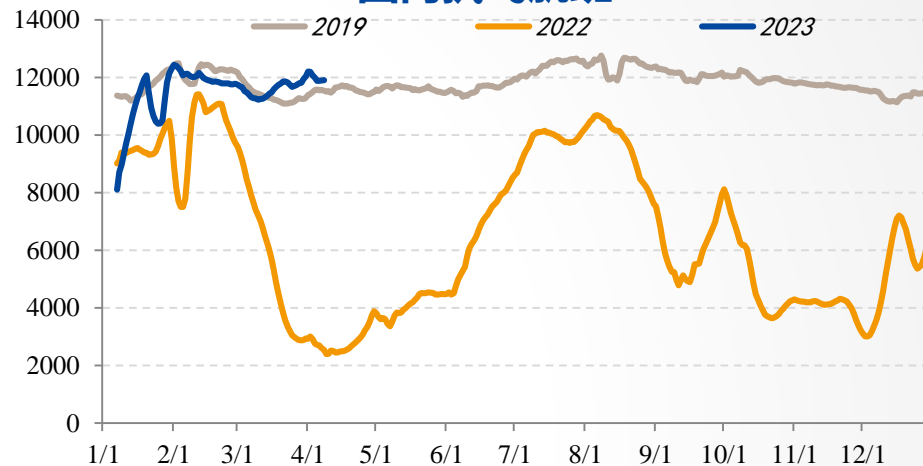
## 百城拥堵指数



数据来源：wind，国投安信期货



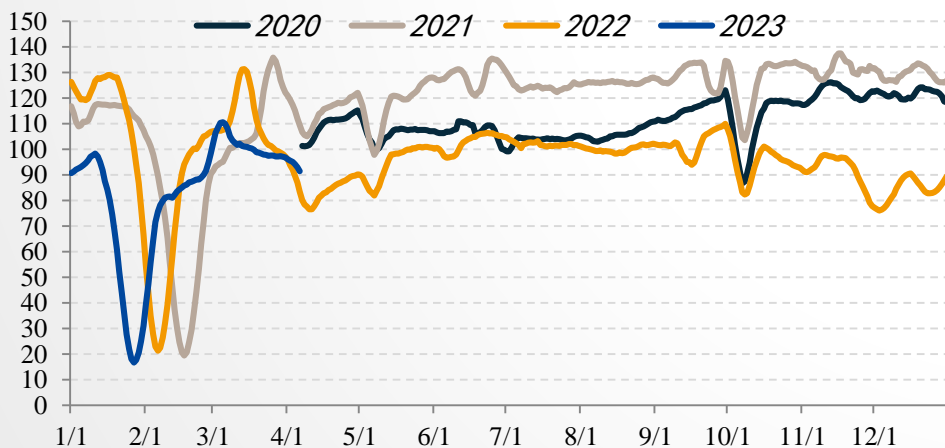
## 国内执飞航班



数据来源：航班管家，国投安信期货



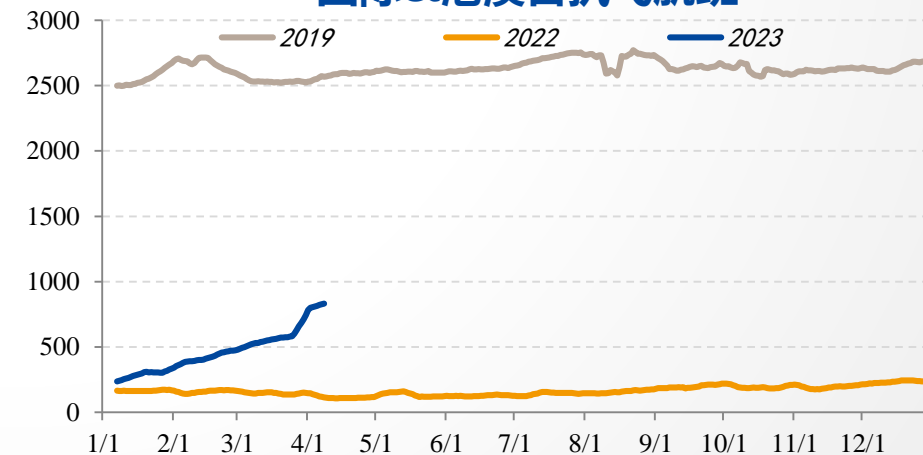
## 整车货运流量指数 (同比21年-16.4%)



数据来源：wind，国投安信期货



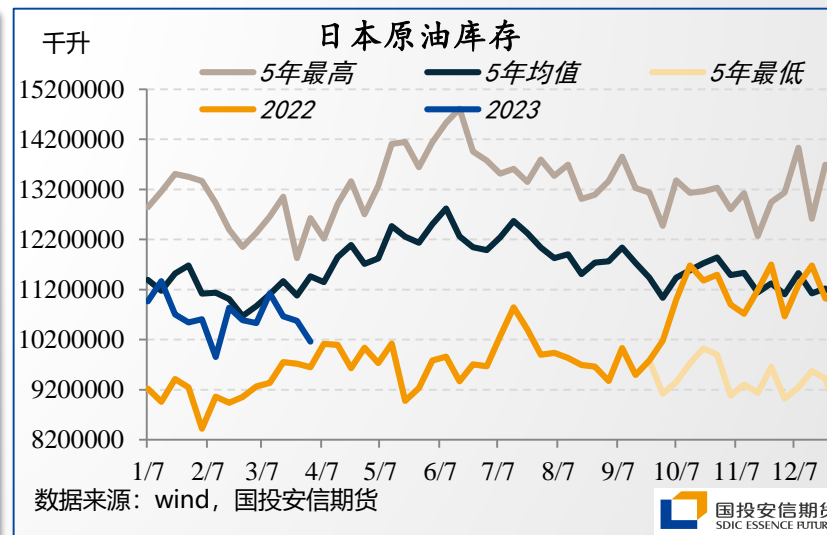
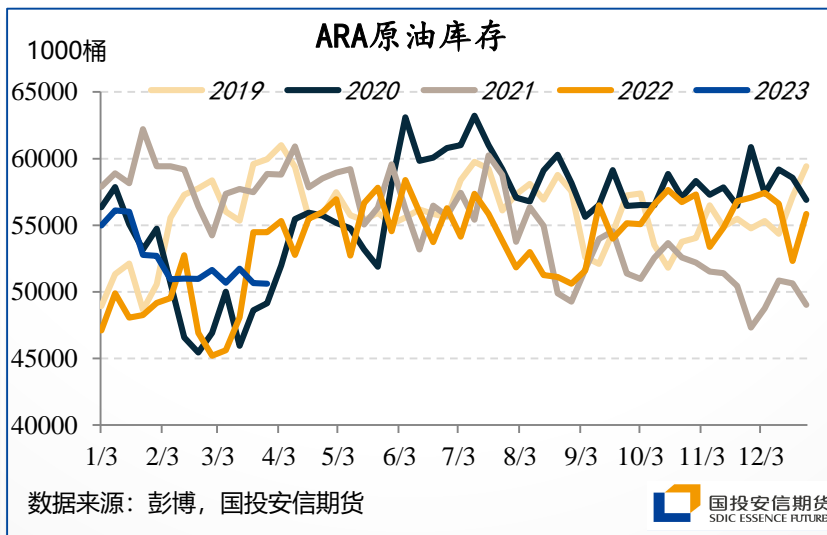
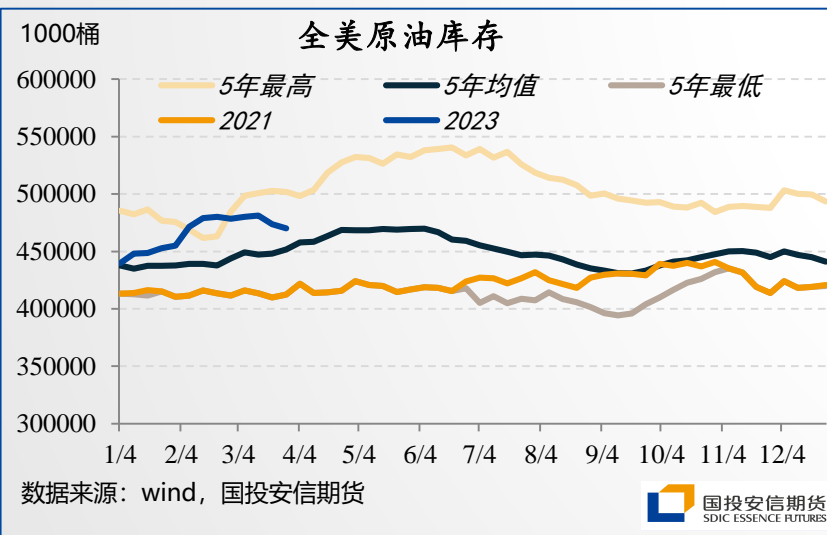
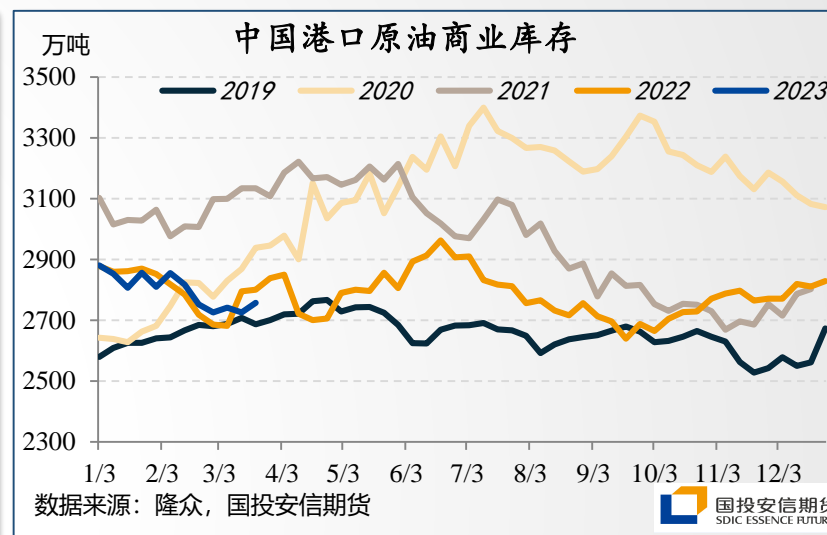
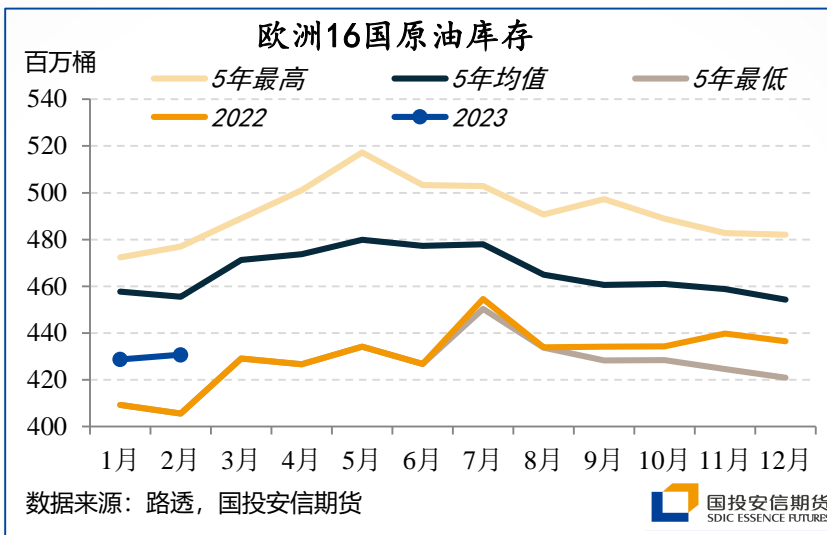
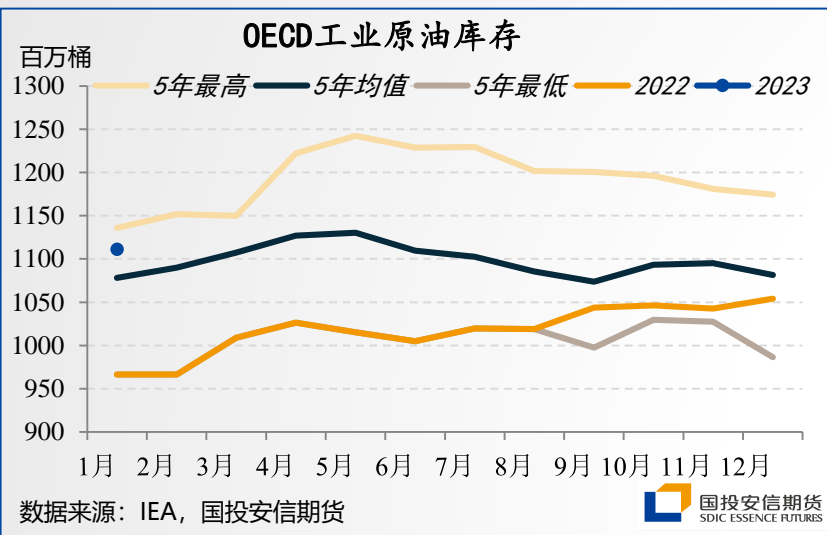
## 国际&港澳台执飞航班



数据来源：航班管家，国投安信期货

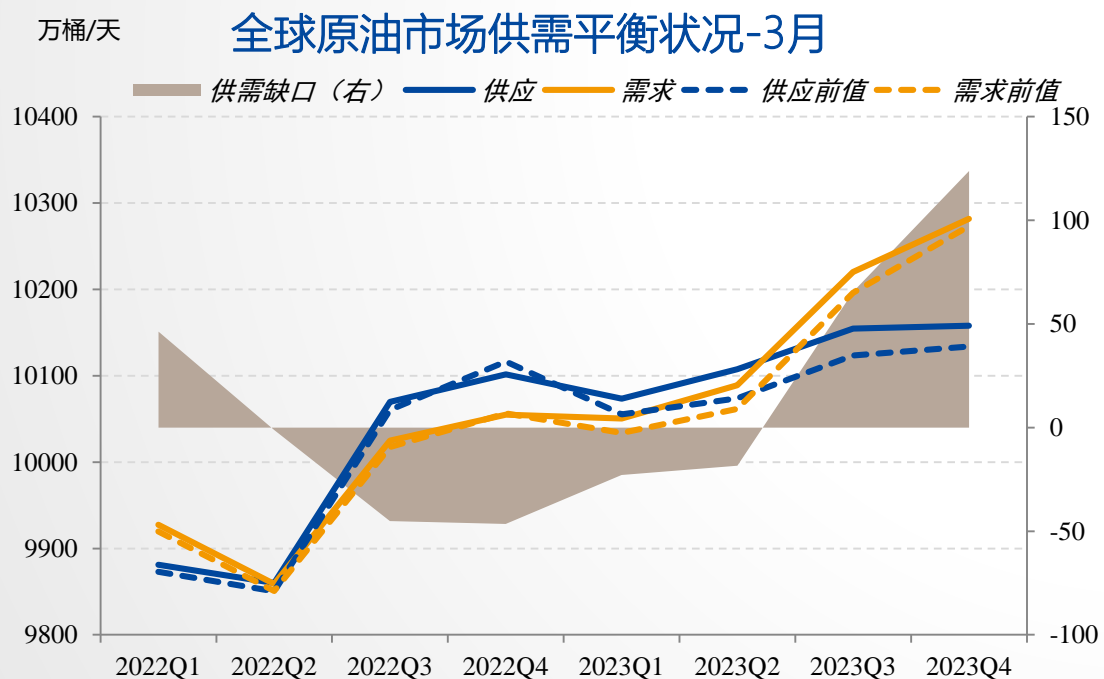


# 原油库存：美国的季节性累库或已结束

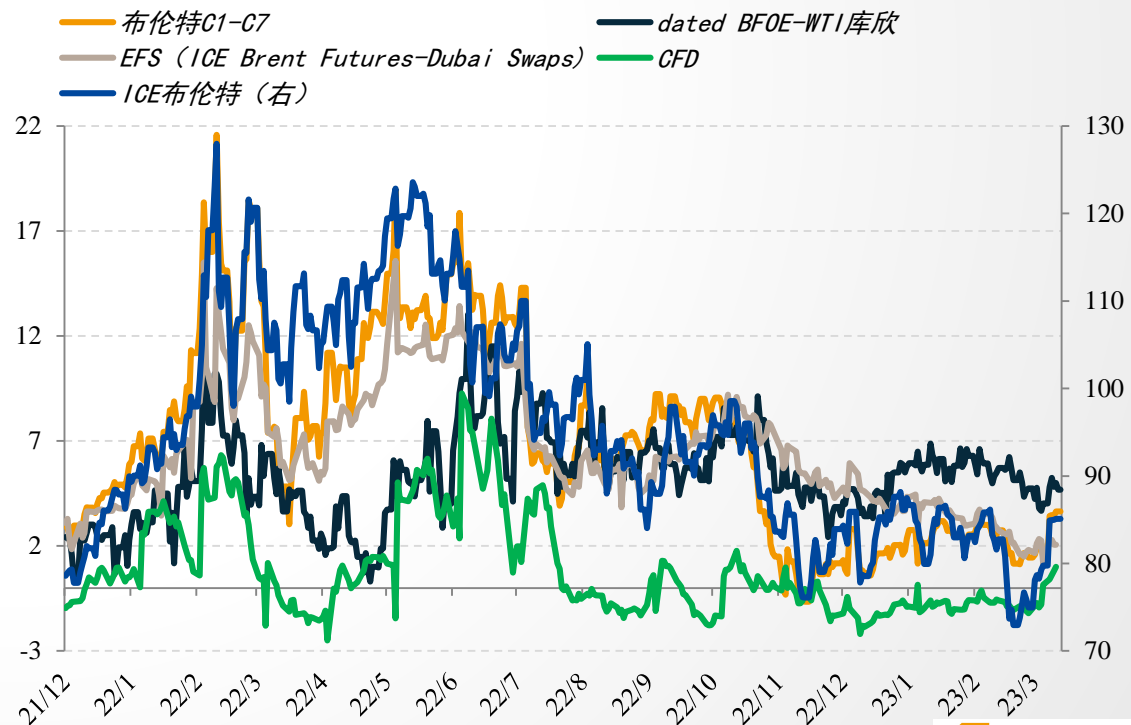


# 原油：供需缺口面临上调，油价震荡区间再度上移

- 市场此前对中国需求增量、俄油出口减量的超乐观预期有所修正，3月IEA、DOE、OPEC月报对季度平衡表全面向宽松方向调整，但仍维持上半年小幅累库、下半年去库的基本结论，年度供需缺口自上月的45.7万桶/天下调至37.7万桶/天。(-22.8、-18.5、65.6、120.4) 万桶/天
- **二季度OPEC+先发制人博弈占优**：本次额外宣布的自发减产115.7万桶/天将扭转二季度供需盈余为缺口，下半年的缺口幅度也将进一步提升，原油市场去库或自5月提前开启。**原油单边价格及月差均将受到明显提振，布伦特主要震荡区间或重回75-100美元/桶，中枢重回85美元/桶左右，EFS受OPEC减产主导有望继续维持低位。**



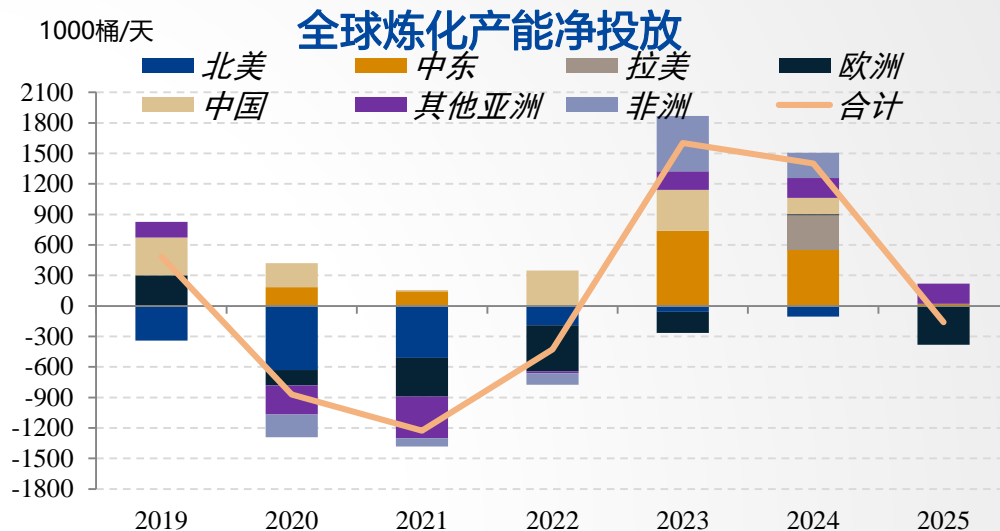
数据来源：IEA/EIA/OPEC，国投安信期货



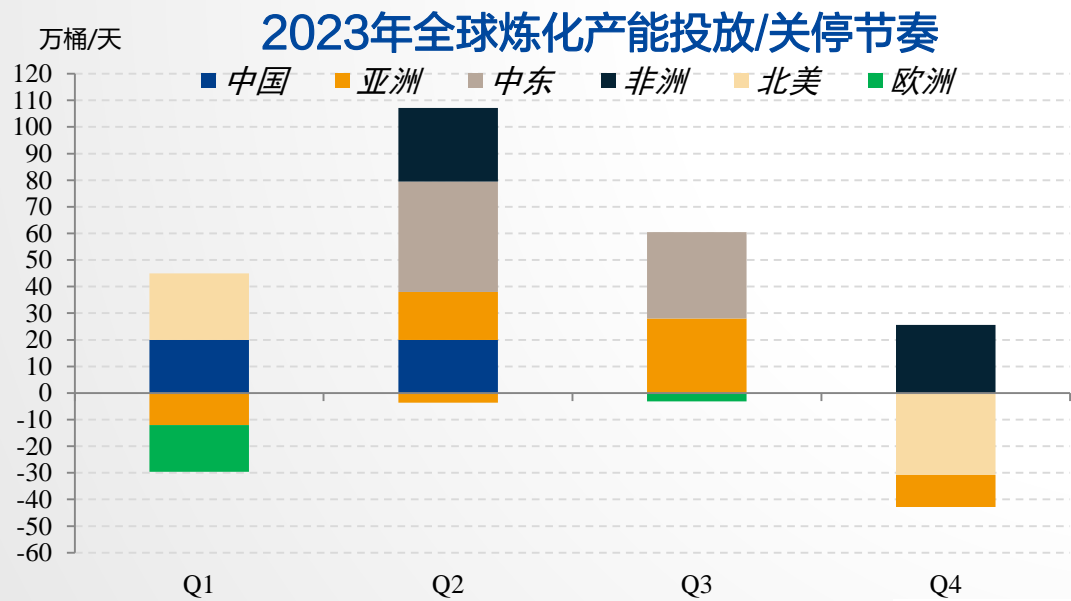
数据来源：wind，国投安信期货

# 二季度炼能集中投放，炼化利润继续承压

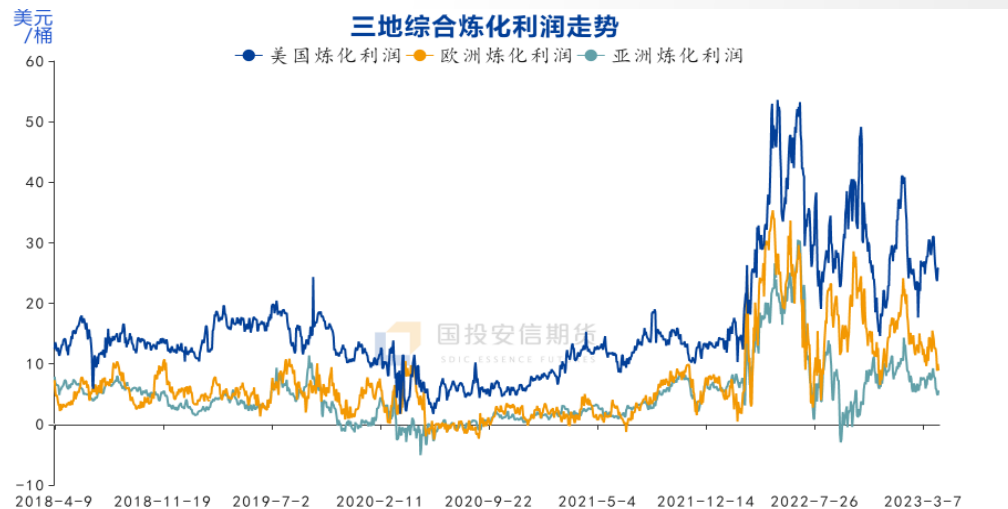
- 经历了疫情后连续3年的炼能收缩期后，2023年在中东、非洲、中国炼厂集中投产的带动下将迎来首个炼能扩张年度，净产能投放合计160.3万桶/天。
- 分季度来看，中东、非洲、亚太炼厂将集中在二、三季度释放炼能，二季度新产能投放合计107.2万桶/天。



数据来源: wind, 国投安信期货



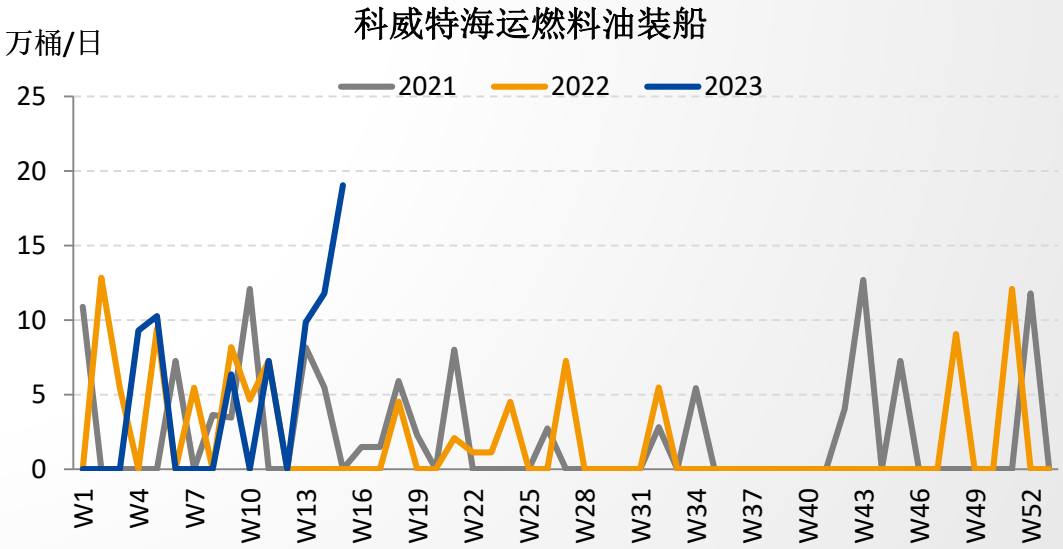
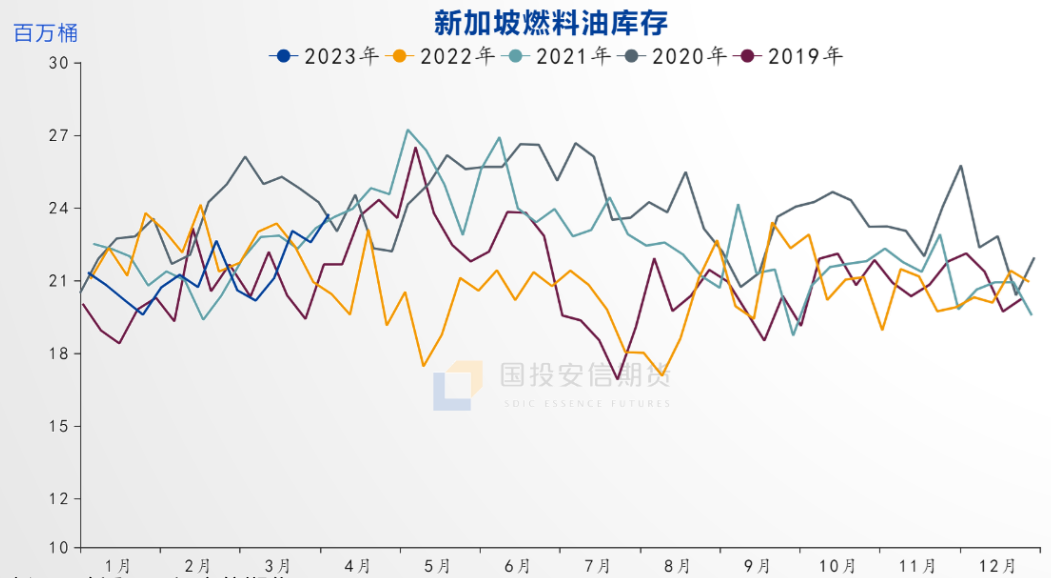
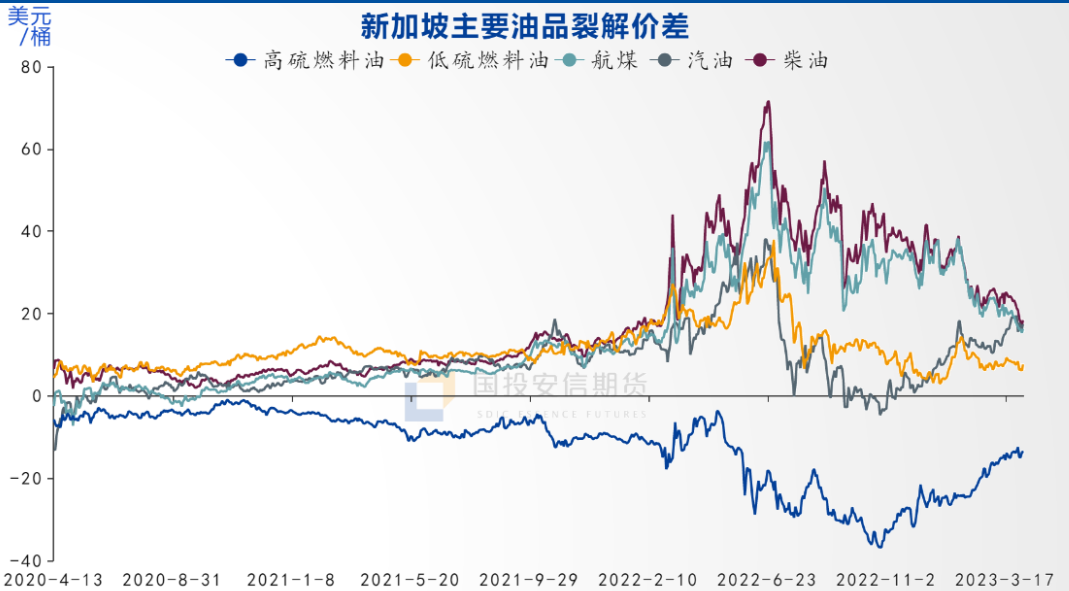
数据来源: gs, 国投安信期货



数据来源: Reuters

# 燃料油：低硫供应宽松，高硫被动走强

- 炼能：** 2022-2023年海外炼能增长集中在中东（科威特Al Zour 61.5万桶/日、阿曼Duqm 23万桶/日）。目前已投产的Al Zour为加工重油的燃油型炼厂，2023年4月后达到满负，柴油及低硫燃料油为其主要产品，低硫产量15万桶/日以上，科威特燃料油装船量已不断增加创新高。
- 库存：** 新加坡市场燃料油库存回升至半年来高位，对低硫燃料油库存具有代表性。
- 逻辑：** 1、全球角度看，低硫燃料油与汽柴油转产灵活，需求缺乏亮点、中东炼能释放使得柴油及低硫燃料油供应边际宽松，是驱动二季度低硫燃料油裂解偏弱的主因，但汽油裂解偏强延后了低硫燃料油裂解的走弱，汽油裂解见顶节奏是影响二季度油品裂解价差的核心。2、高硫燃料油在OPEC+减产、现货偏紧同时中东发电旺季备货临近背景下仍有上行驱动。
- 策略：** 观察汽油见顶节奏，做缩燃料油高低硫价差。



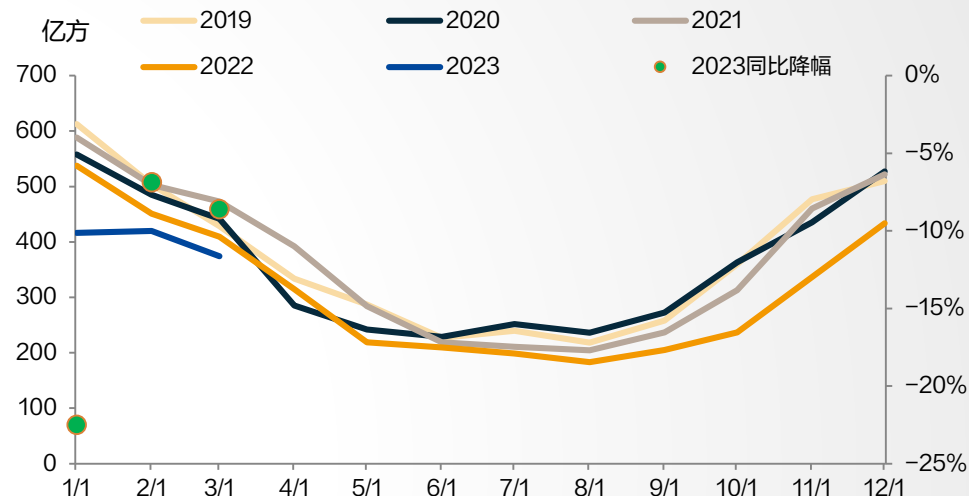
数据来源：路透，国投安信期货

### 美国气价与产量长期变化



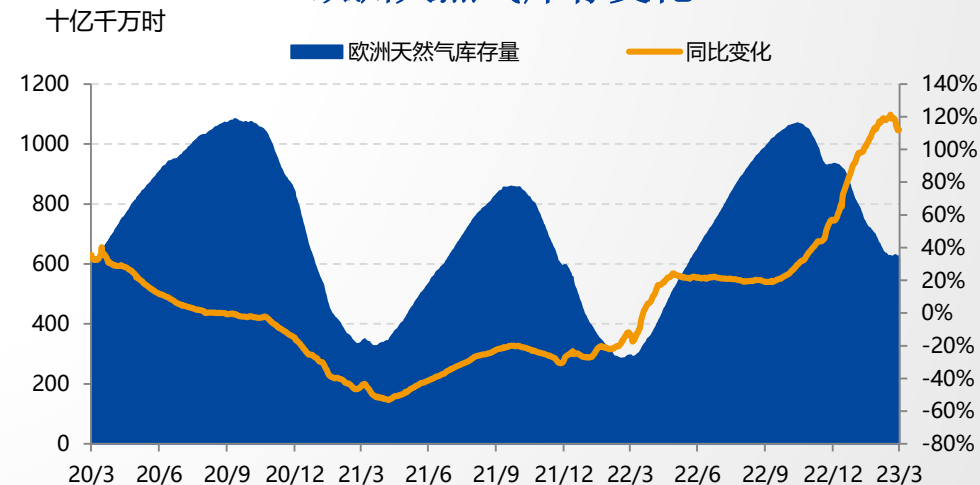
数据来源：彭博，国投安信期货

### 欧洲表观需求量状况



数据来源：路透，彭博，国投安信期货

### 欧洲天然气库存变化



数据来源：彭博，国投安信期货

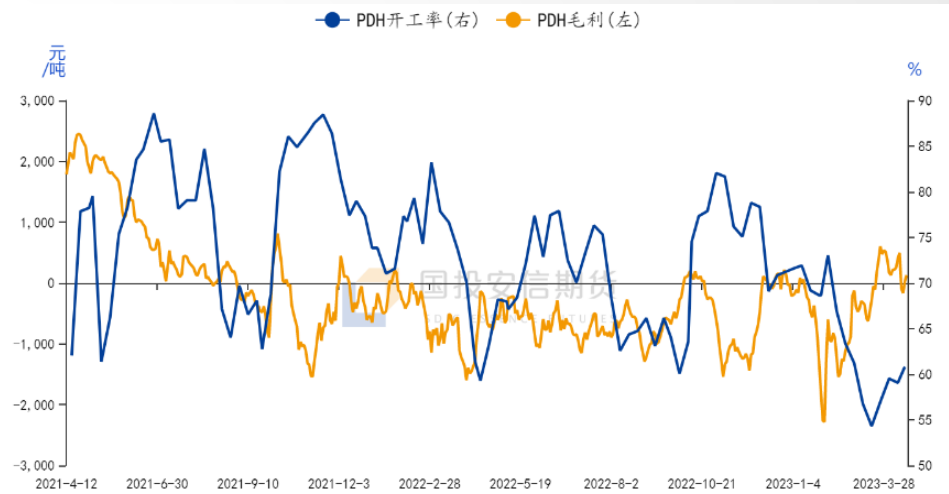
- 22年欧洲平稳渡过取暖季的三大因素：高溢价压制需求；亚太刚需坍塌；超预期暖冬，目前这三个要素都逐渐弱化
- 亚欧气价目前仍处于长期历史区间的偏高水平，库存绝对水平偏高使得补库季内匮乏上行驱动，在以上三个要素的削弱导致累库速度放缓前，价格会维持弱势
- 美国气价达到绝对低位，对其基本面有所反馈并初显筑底行情，但已经形成的高产量水平会在内需反弹前将价格压制在低位运行

## 国际丙烷对油、气比价走势



数据来源: wind, 彭博, 国投安信期货

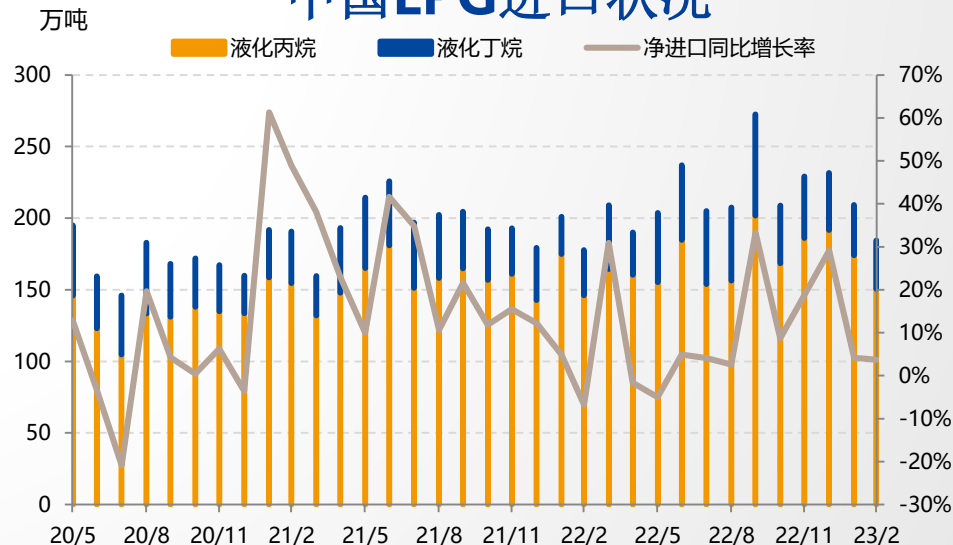
## 中国PDH运行情况



数据来源: wind, 隆众资讯, 国投安信期货

- PDH的持续亏损和开工率下移在Q1达到极限，国内进口需求收缩，一季度进口量扭转疫情以来持续增长的趋势回落至历史低位。中东减产预期和中国新投产项目共同作用下，关注国内形成低开工率/高需求规模的新平衡的过程
- 内强外弱格局随着市场进入燃气淡季而迅速扭转，国内弱复苏和海外供给开始由宽转紧使得下行驱动并不明朗。自身供需双缩之下基本面矛盾并不突出，对油比价形成底部支撑，近期以磨底行情为主

## 中国LPG进口状况



数据来源: wind, 国投安信期货

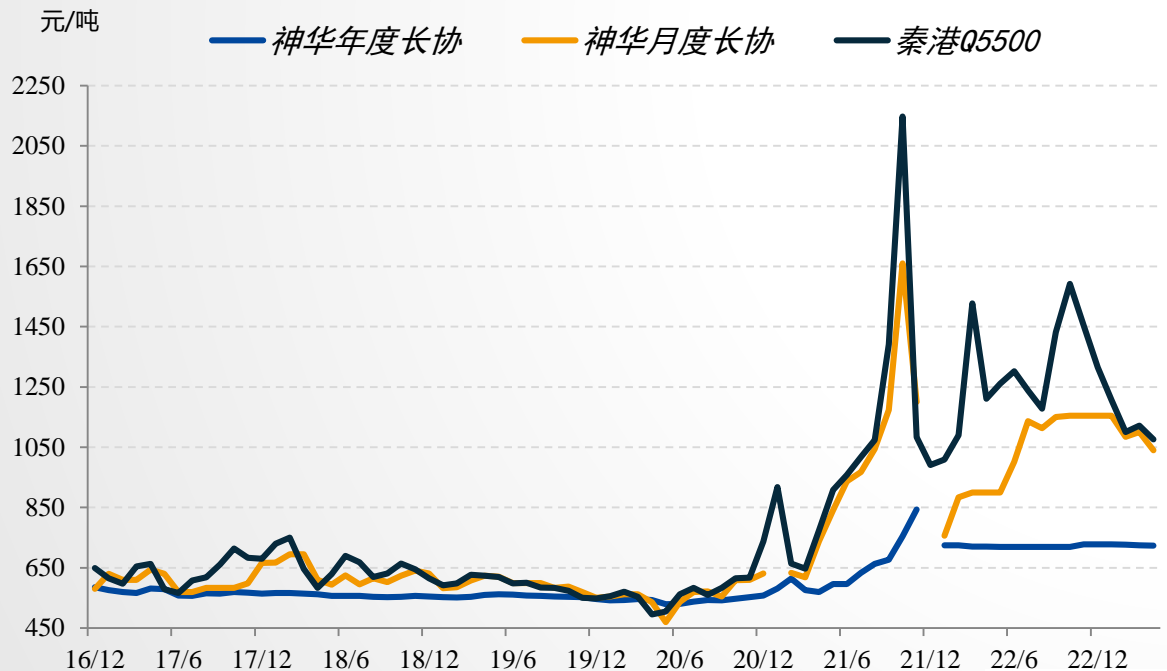
# 动力煤产业格局的“新变化”

## 煤炭价格重回双轨制的影响：

- **2023年电煤中长期合同签订履约方案的新要求：**发电企业最高按国内耗煤量**105%**，鼓励按2022年下半年**2倍量**签约；淡季月份不低于旺季月份**80%**
- **实为“三轨制”：**2022年神华自产煤年度长协均价721.7元/吨，外购煤均价1017.2元/吨，山西产市场煤均价1300.6元/吨。

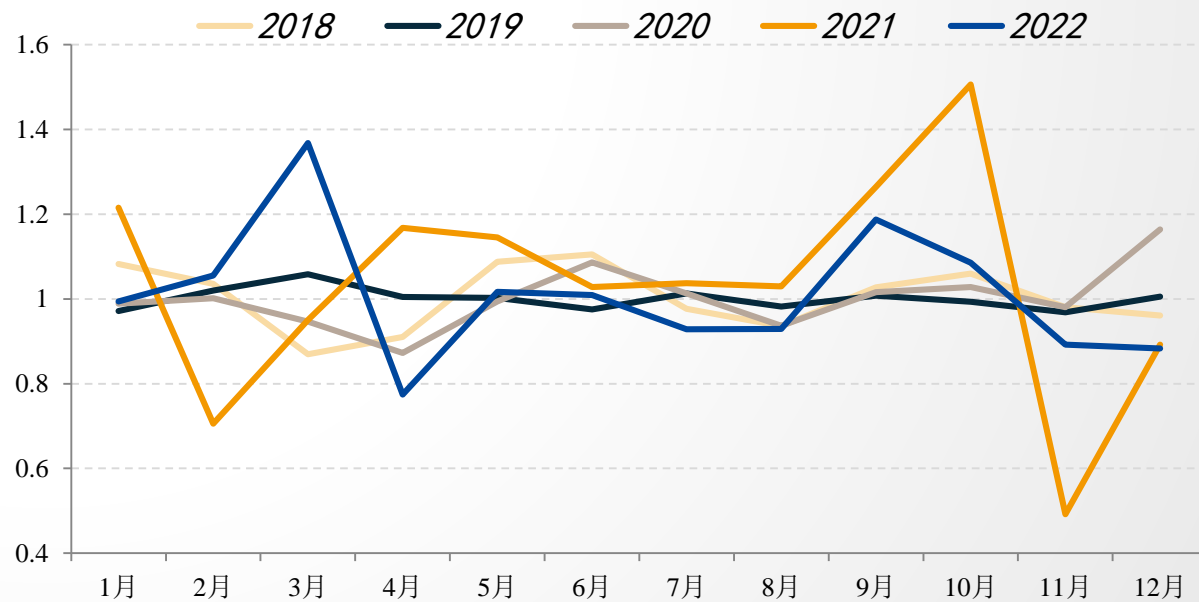
神华4月销售政策调整：委托采购量按25%比例搭售中长协外购Q5500-800元/吨，实际成本1100元/吨降至1040元/吨

- **季节性特征：**价格高点提前，与建材、冶金、化工等非电力需求的旺季时点更加契合



数据来源：国投安信期货整理

## 秦港山西产Q5500月均价季节性指数



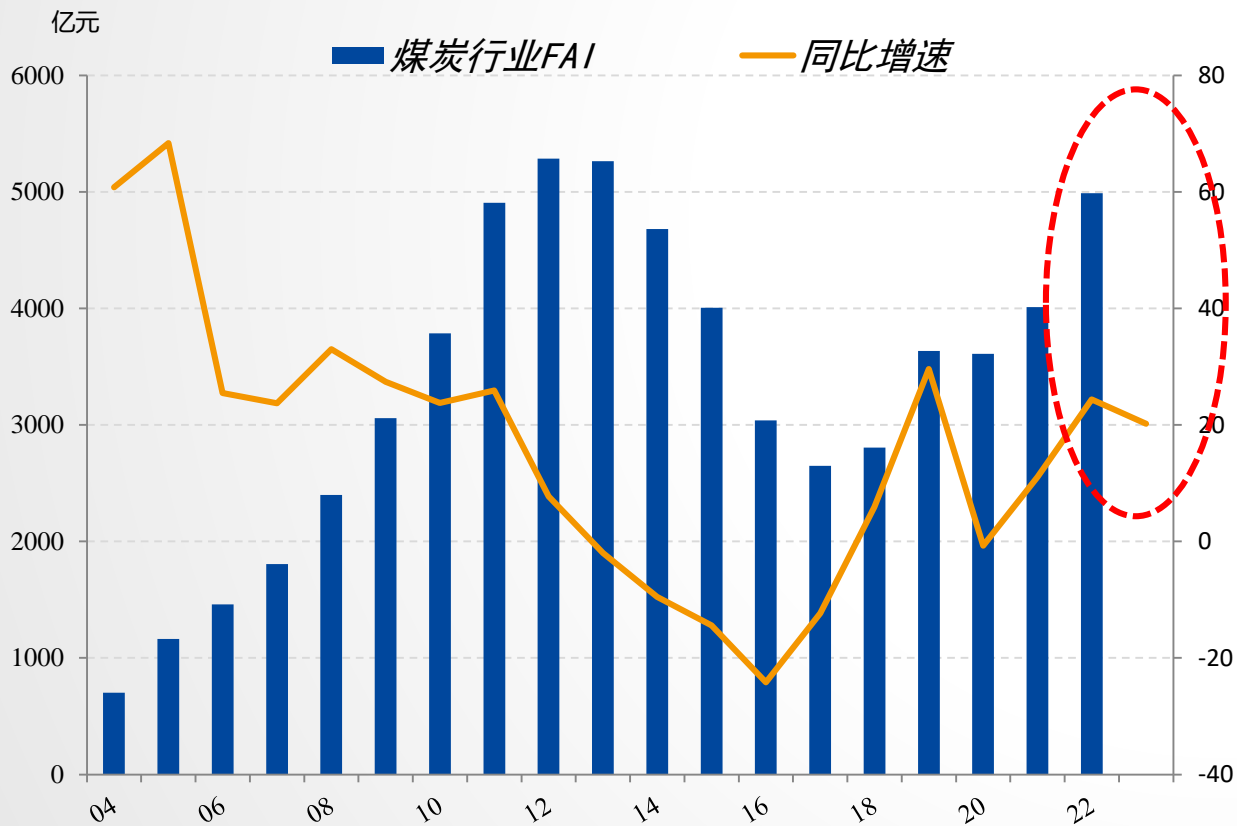
数据来源：我的钢铁网，国投安信期货



# 供给端展望：国内新开工、新投产煤矿依然有限

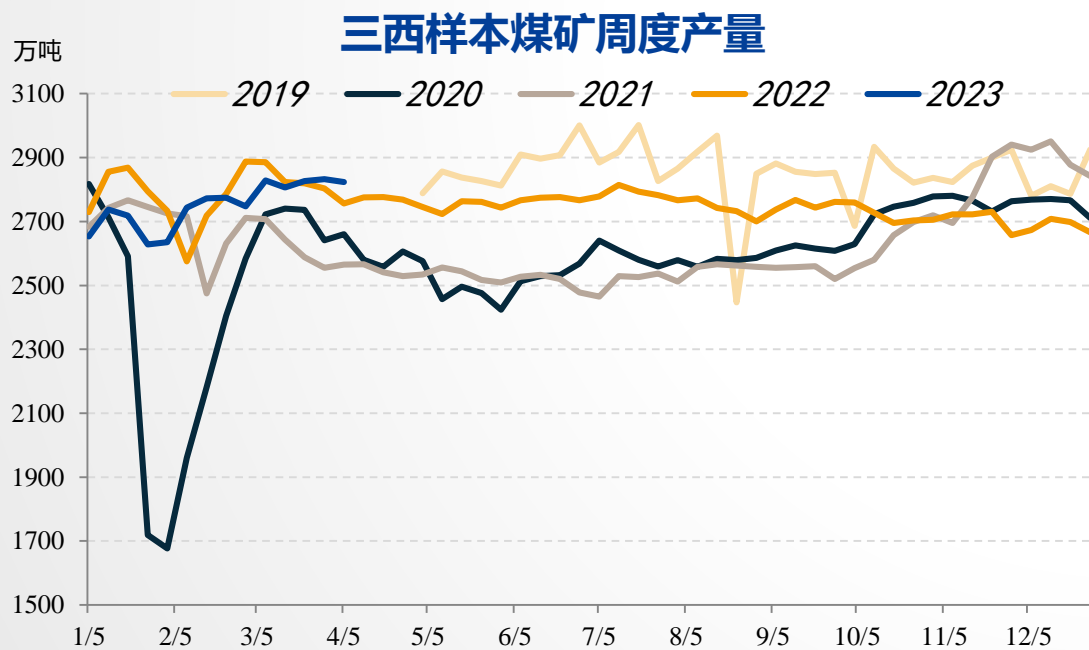
- 2022年煤炭开采及洗选业固定资产投资同比增长24.4%，今年1-2月同比增长20.2%。
- 但去年新开工动力煤煤矿仅13处，合计产能6430万吨在2021年底在建矿井规模中占比16.5%，可见增量资本开支更多用于生产矿井的井巷工程投资以及在建、联合试运转矿井的加速投放。

## 2022年新开工煤矿

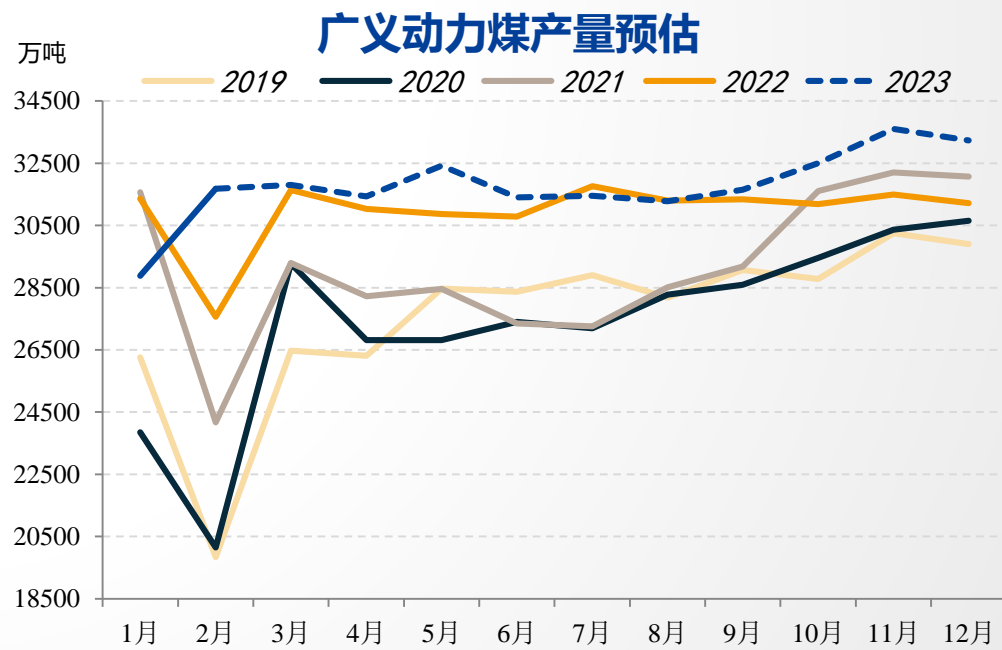


地区	煤矿	产能 (万吨)
内蒙 3380万吨	内蒙古纳林河矿区陶忽图煤矿	800
	内蒙古锦泰集团川宏露天煤矿	300
	国家能源集团新街能源一井	800
	国家能源集团新街能源二井	800
	内蒙古准格尔矿区东坪煤矿	400
	内蒙古上海庙矿区长城二号煤矿二期	280
陕西 800万吨	陕西榆横矿区南区海测滩煤矿	500
	陕西榆横矿区南区黄蒿界煤矿	300
	新疆能源(集团)有限责任公司石头梅一号露天煤矿二期	1500
新疆 2010万吨	哈密淖毛湖矿区英格玛二号煤矿一期工程	300
	新疆克布尔碱矿区墨龙	150
	新疆和田布雅一号井二期	60
	宁夏积家井矿区新乔煤矿	240
宁夏 240万吨		
合计		6430

- **产能利用率桎梏解除**：3月周度产量环比2月增长2.3%，4月初产能利用率回归85%高位。  
**Eg. 严禁“一刀切”区域性停产**：阿拉善矿难当周三西样本矿产量环比下降1%，降量主要发生在内蒙和山西，影响非常短暂。
- 1-2月统计局原煤产量同比增5.8%，cctd口径同比增2.6%；**我们认为全年广义动力煤产量增速或自去年的6.2%回落至2.6%左右，产量增幅在9786万吨左右。**



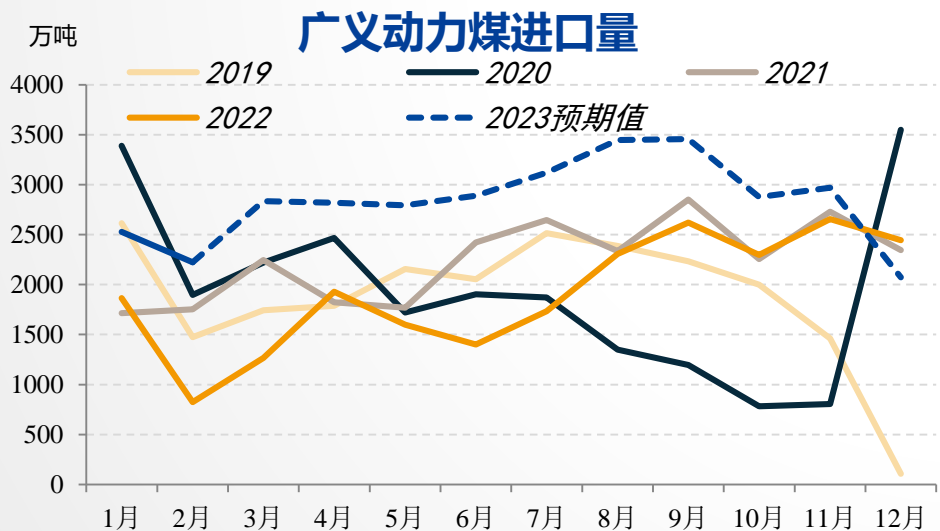
数据来源：cctd，国投安信期货



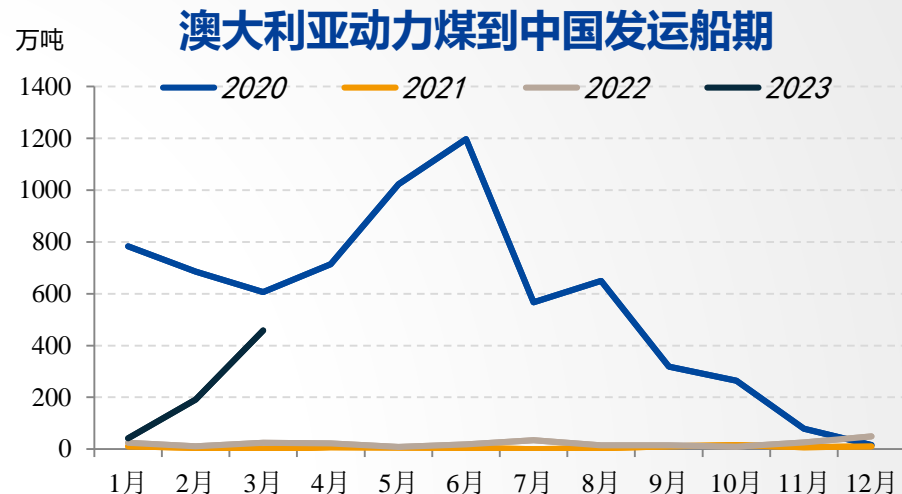
数据来源：cctd，国投安信期货

# 供给端展望：进口煤到港压力偏高

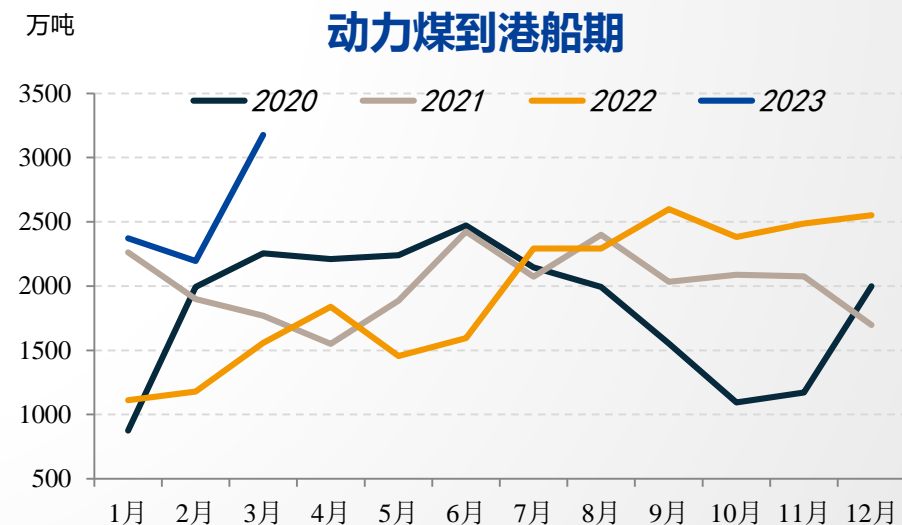
- 澳煤进口的全面放开带来新的高卡煤供应渠道。
- 1-2月广义动力煤进口量同比大增76.7%，3月到港船期环比2月进一步增加44.8%，预估年内动力煤进口同比增48.4%



数据来源: cctd, 国投安信期货



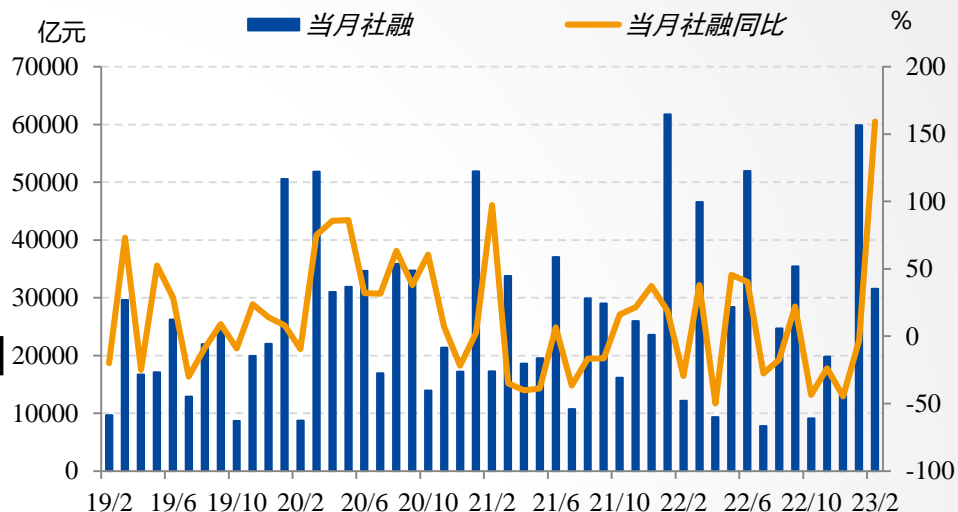
数据来源: 路透, 国投安信期货



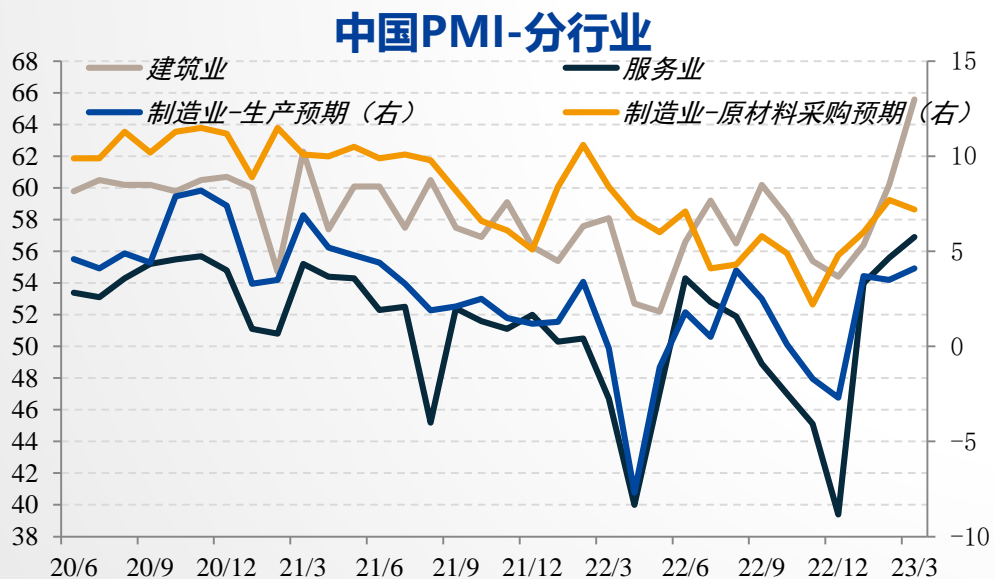
数据来源: 路透, 国投安信期货

# 需求端展望：制造业需求短期偏弱，年内不必过于悲观

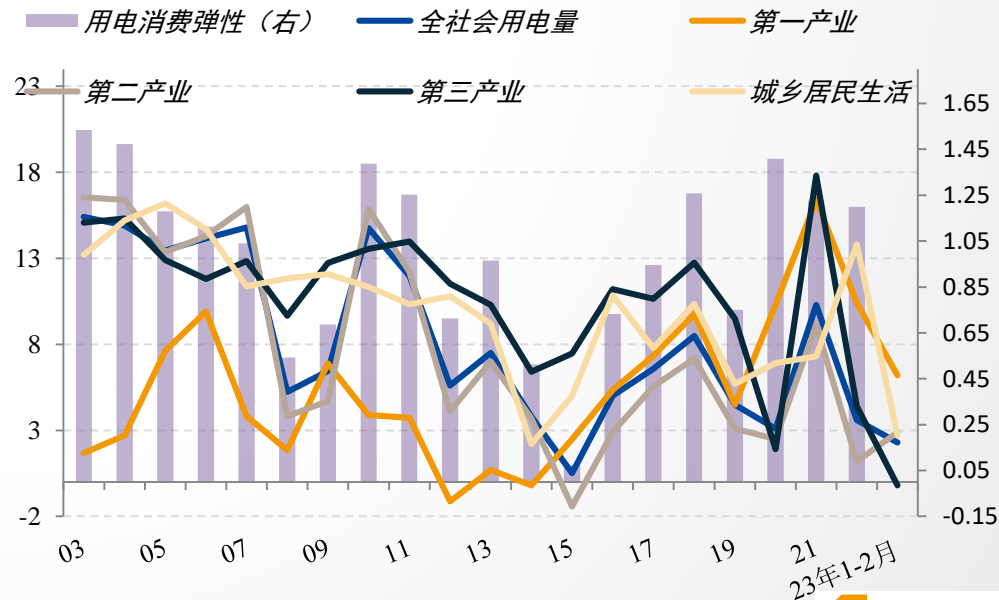
- 宽财政、宽信贷带来的建筑业订单、地产销售偏强表现已带动建筑业信心大幅改善，但尚未有效传导至制造业环节，服务业由年初爆发式反弹转入温和修复阶段
- 市场完成此前对中国经济的超强修复预期修正后，在年内GDP增长5%左右的基本假设下，全社会用电量增速自3.6%回升至6%左右。



数据来源：wind，国投安信期货

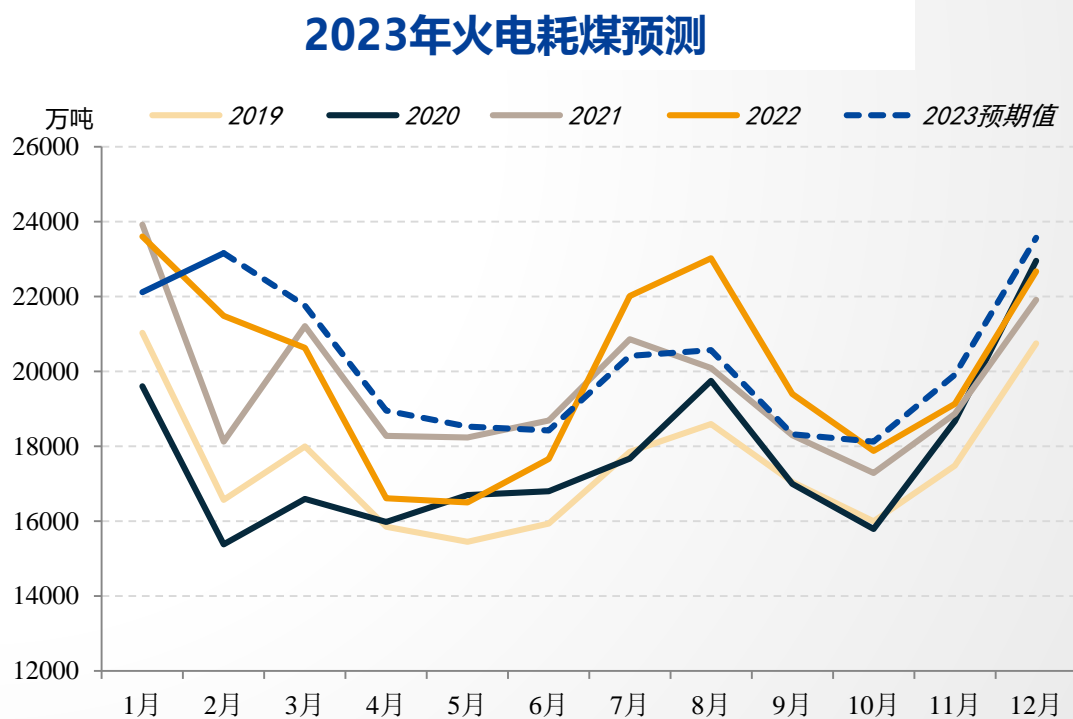
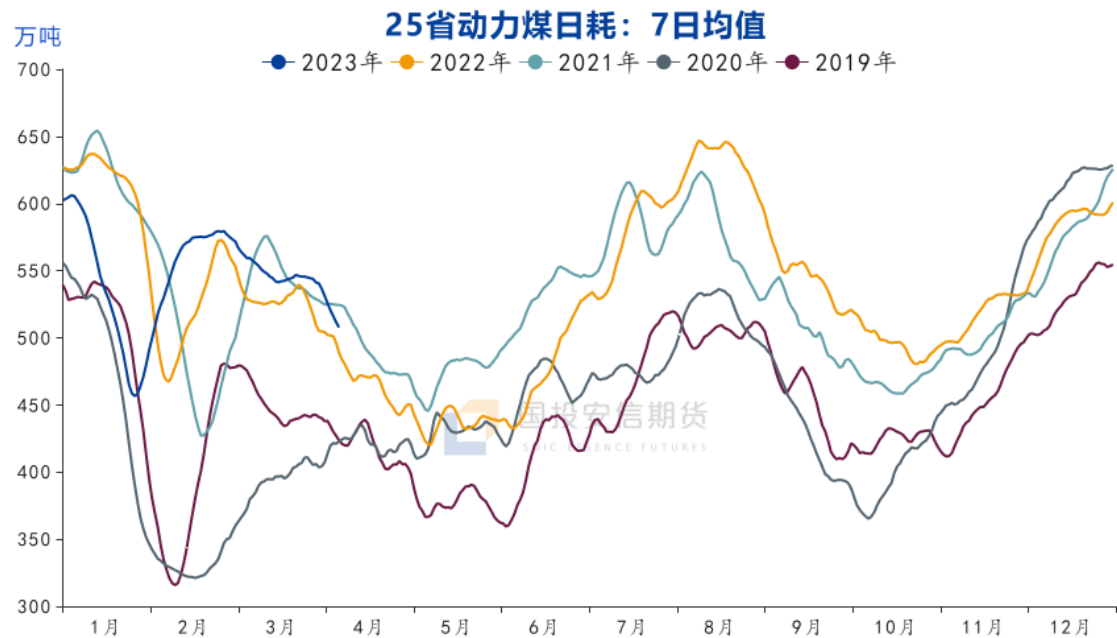


数据来源：wind，国投安信期货



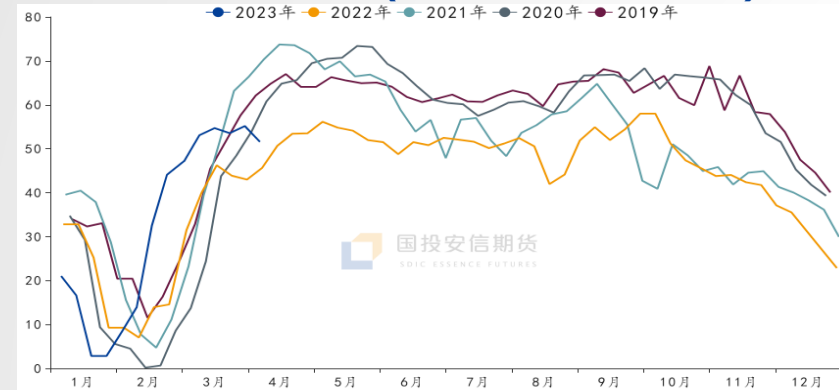
数据来源：wind，国投安信期货

- 预计2023年发电量增速自去年的2.2%提升至4.5%左右，考虑水电等清洁能源挤压的影响后，**火电发电量增速或自去年的0.9%回升至1.5%左右，在发电量中占比下降2.1%至67.7%。综合考虑发电煤耗率的减速降低，预估2023年火电耗煤增速1.4%左右。**
- 3月以来25省火电耗煤转为正增长，但二季度仍处耗煤淡季

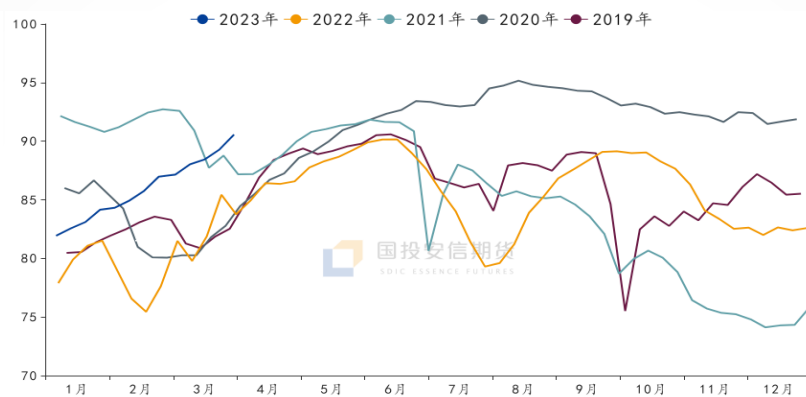


# 需求端展望：非电行业开工强度暂且偏弱

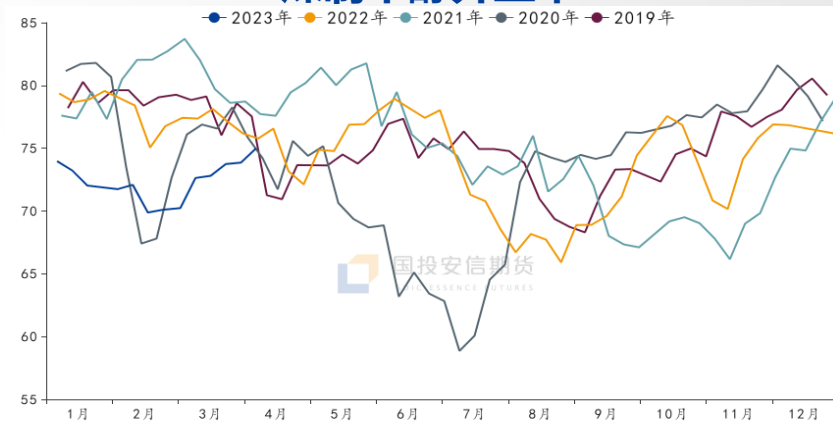
## 通用水泥开工率 (建材耗煤占13.6%)



## 高炉产能利用率

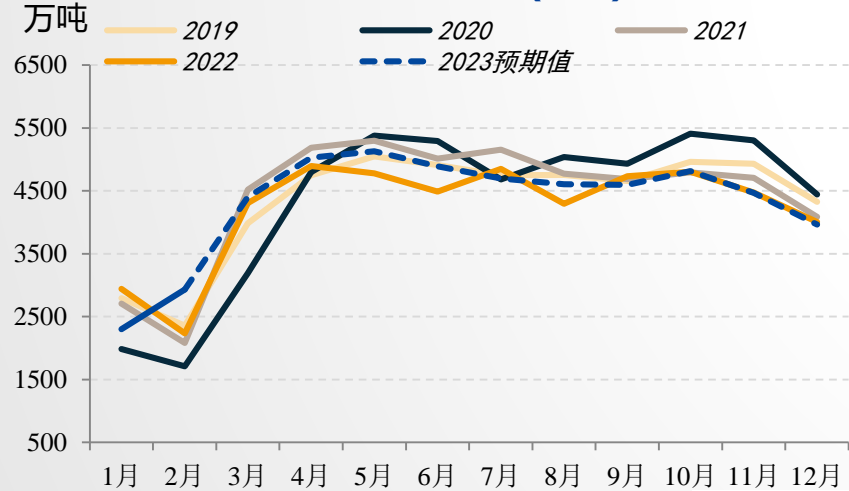


## 煤制甲醇开工率



数据来源：卓创

## 建材行业耗煤 (2%)

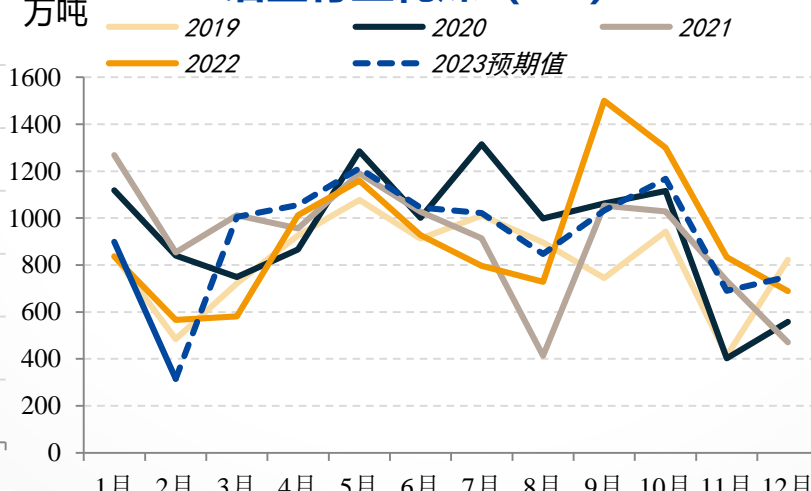


数据来源：cctd, 国投安信期货



数据来源：mysteel

## 冶金行业耗煤 (1%)

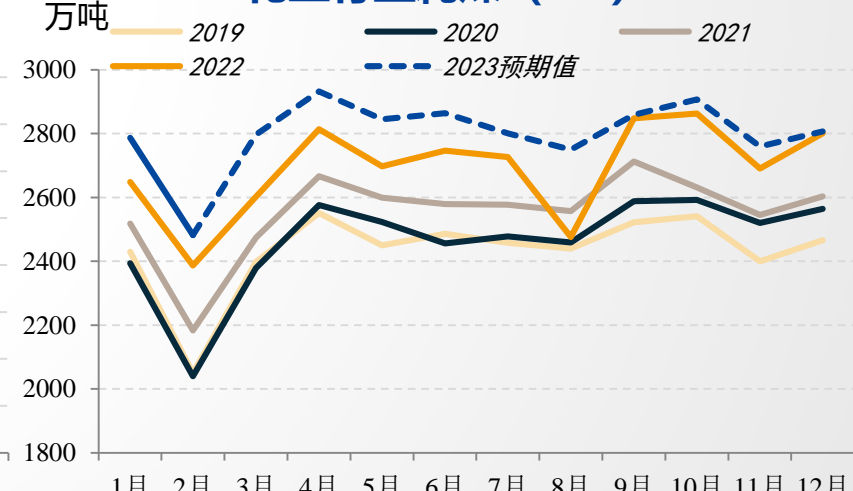


数据来源：cctd, 国投安信期货



数据来源：卓创

## 化工行业耗煤 (4%)

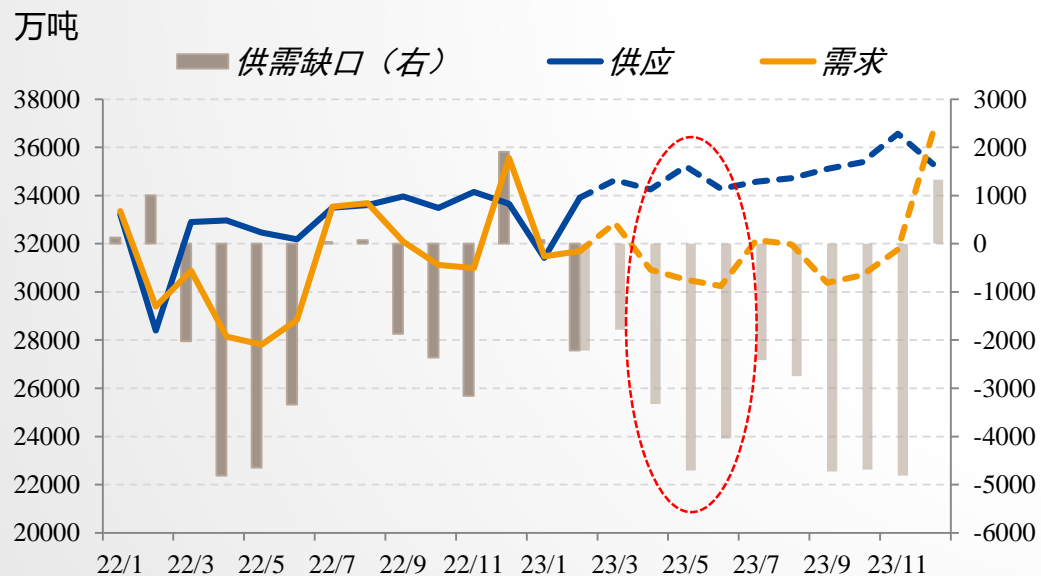


数据来源：cctd, 国投安信期货



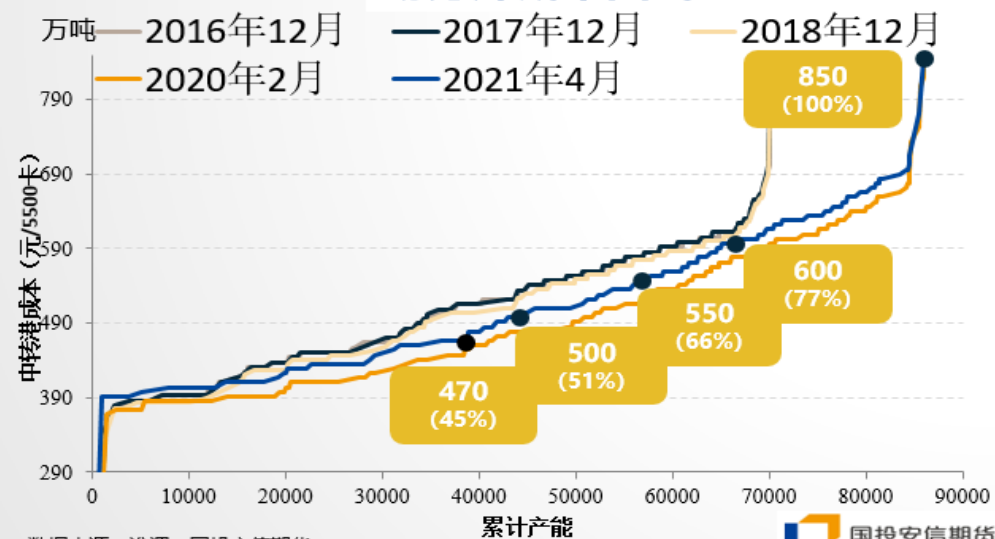
# 动力煤：淡季累库压力仍存，市场煤价仍有下行空间

- 目前中下游库存处历年同期偏高水平，后续4-6月淡季累库压力依然较大，**偏弱的非电开工需求不足以扭转供需宽松格局，国内市场煤价仍有下行空间。**
- **3月以来产地成本支撑下移：1155；蒙煤到港成本1052、神华外购长协1040、神华外购成本975**



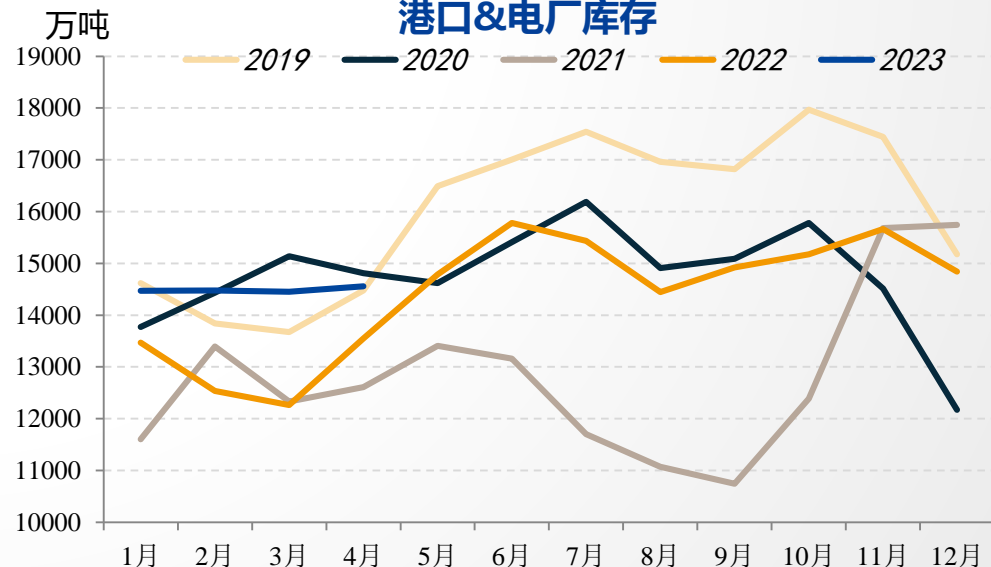
数据来源: wind, 国投安信期货

## 动力煤成本曲线



数据来源: 汾渭, 国投安信期货

## 港口&电厂库存



数据来源: wind, 国投安信期货

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。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。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。





研究院公众号



投资咨询部公众号

谢谢!



数据投研平台APP(安卓)



数据投研平台APP(IOS)

欢迎通过数据投研平台获取我司研投支持, 网址<https://www.gtaxyj.com>