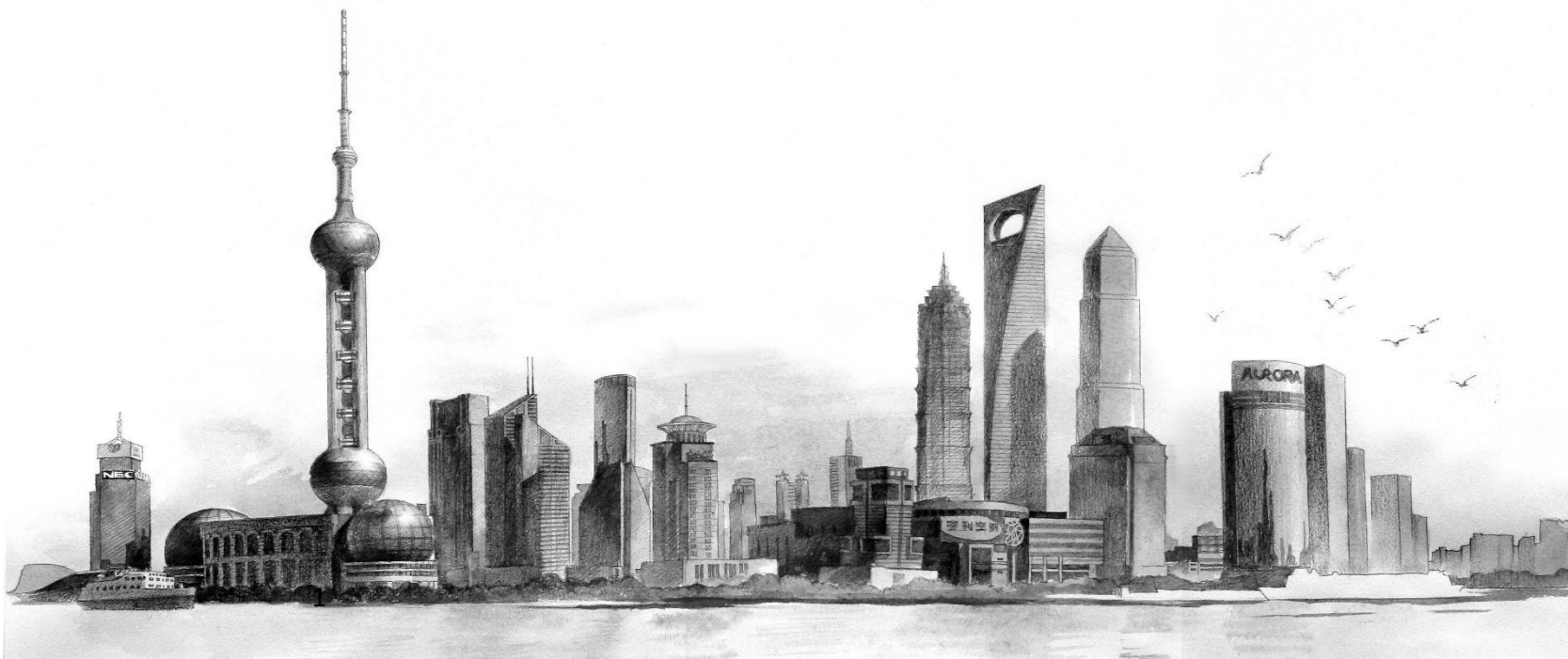


成本端疲软，关注原材料及需求兑现

——2025年沥青年报

海证期货研究所

2024年12月27日



成本端：特朗普2.0时期，若重启对伊朗的石油出口制裁，重油供应将有所收紧，但若同步启动对委内瑞拉的制裁，将减少委油分流至欧美，以及对加拿大原油出口实施贸易壁垒，目前跨山管道已投入运营，出口至中国的原油量明显增加，在一定程度上对缺口将有所弥补，原材料断供风险相对可控。我们预计2025年油价重心或将有所下移，将带动成本下行，利润稍有改善。

供应端：国内炼厂综合利润不高，汽柴及焦化利润均好于沥青，虽然沥青产能充足，但装置开工偏低。2024年底前，沥青利润已稍有修复，叠加需求有改善预期，预计2025年沥青产量同比2024年将有所增长，但增幅有限。进口沥青利润同比有所上升，部分项目指定进口沥青，但边际影响量较小。

需求端：2025年地方政府隐性债务压力将逐步得到化解，近年来企业普遍反馈的回款率低的问题，将逐步获得改善。资金面的好转，在一定程度上将带动中下游的备货及刚性需求。2024年的需求滞后、2025年“十四五”规划最后一年、加之道路养护需求等，预计2025年沥青需求将好于2024年，但作为传统需求，增长力度相对有限。一揽子政策支持下，加上基数偏低，房地产市场投资有望企稳回升，从而带动防水沥青需求稍有好转。船燃和焦化需求预计继续保持平稳增长，边际增量影响较低。

供需平衡及投资建议：我们预计，2025年沥青总体供需略微松平衡，油价的疲软将继续在绝对价格上抑制沥青的价格，需求的略微好转以及沥青的成本支撑，在一定程度上限制了沥青价格的下跌空间，预计沥青价格仍以区间偏弱振荡为主，波动区间2800-3850元/吨。二三季度，需求启动，可关注基差走强机会；四季度依然可关注需求淡季带来的基差下行机会。沥青需求淡季，价格波动较小，可考虑卖出宽跨式策略，另外，油价疲软时，沥青可关注领口看跌策略以及看跌三项式策略。

01

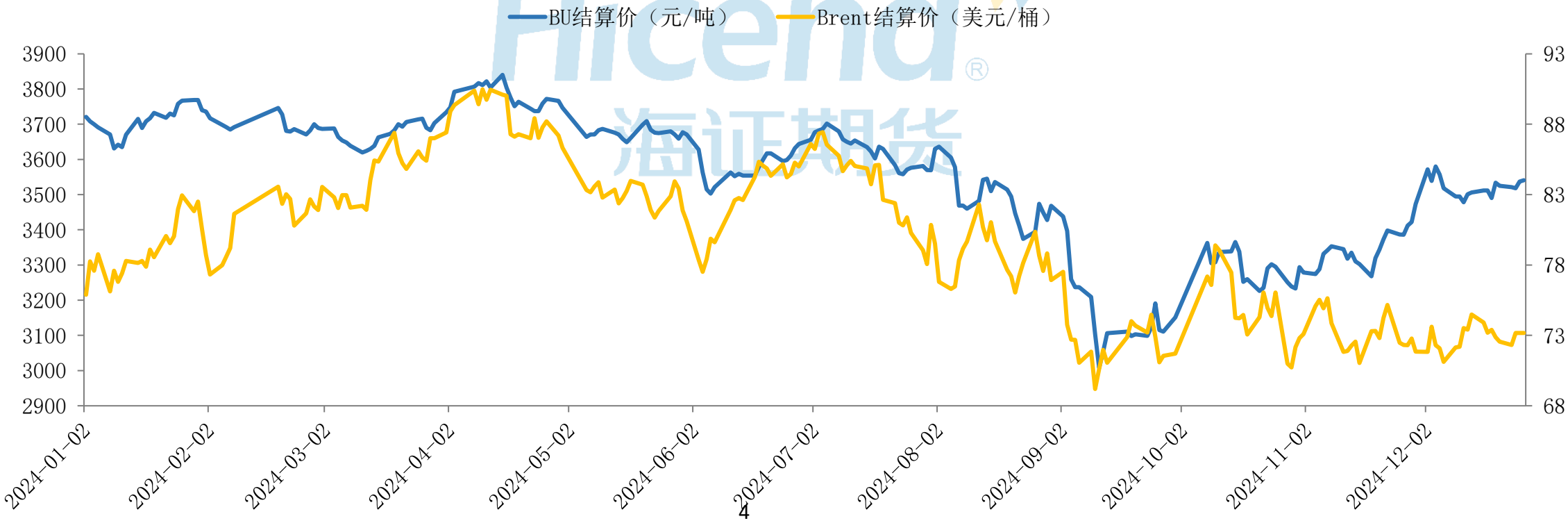
沥青市场行情回顾及梳理

海证期货

2024年前三个季度沥青整体需求表现较弱，四季度沥青限量和出货好转裂解修复

2024年一季度，原油价格在地缘及OPEC+减产推动下上涨，施工淡季，沥青价格盘整，裂解下跌；二季度，部分项目开始动工，但原油在地缘风险消退的带动下大幅下跌，沥青成本支撑，裂解小幅修复；三季度，沥青的需求兑现不及预期，叠加油价在宏观及经济担忧推动下大幅下行，沥青价格跟跌，裂解低位盘整；四季度，原油需求预期偏弱，油价盘整，沥青价格因炼厂限量，加之出货好转，走势强于原油，裂解修复至中性水平。

沥青及原油价格走势



02

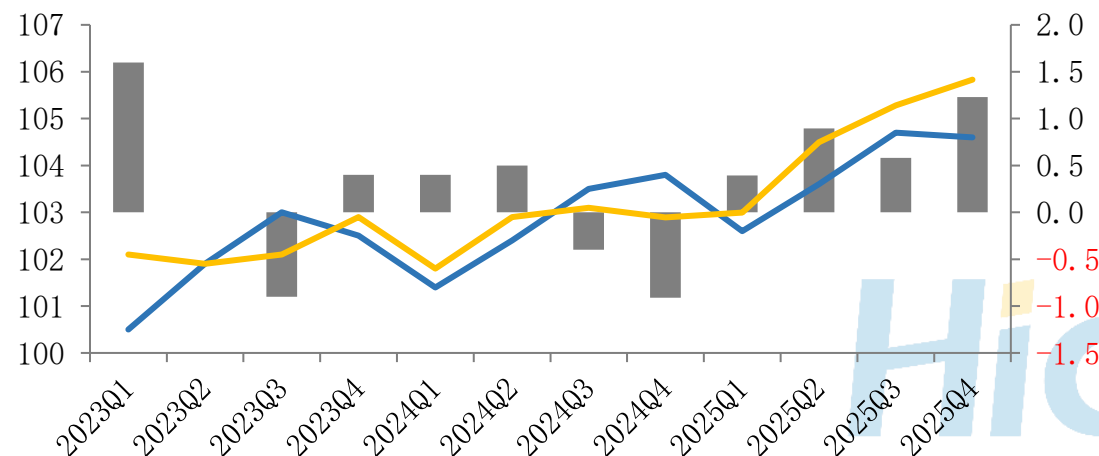
原材料担忧仍存

海证期货

2025年全球原油供需过剩，油价存在下行风险

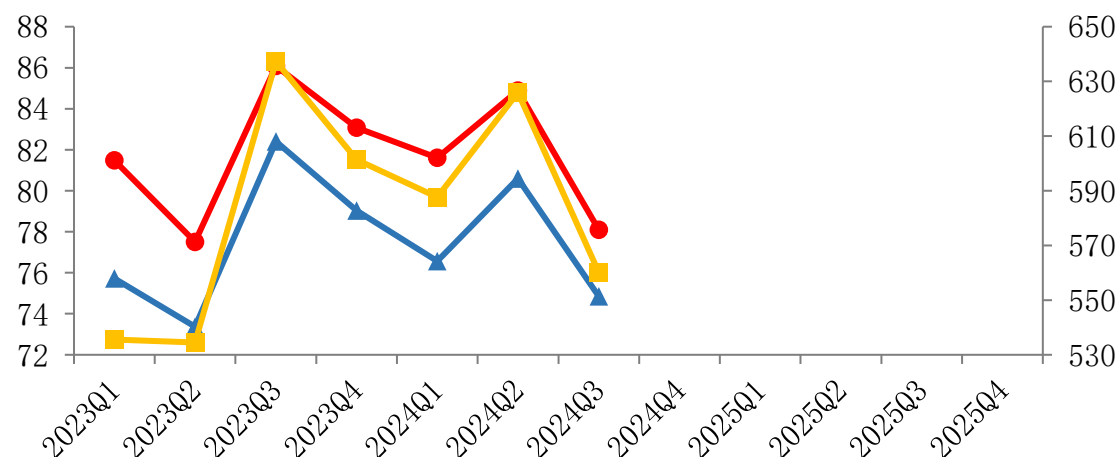
全球原油供需平衡（百万桶/天）

■ BALANCE — TOTAL DEMAND — TOTAL SUPPLY



原油主力合约价格（美元/桶，元/桶）

● Brent ▲ WTI ■ SC



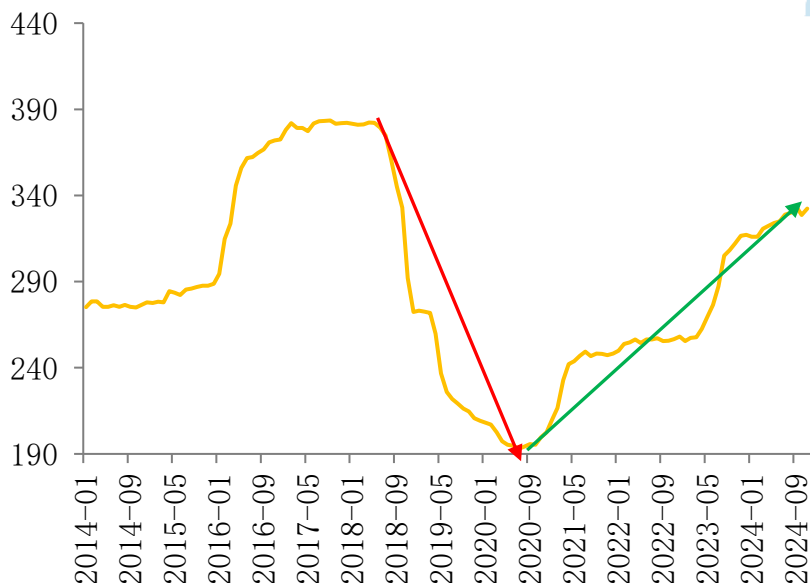
我们在2025年原油年报《不确定性充斥，需求预期偏弱》中提出，供给端OPEC+推迟增产计划至明年一季度结束，财政平衡对应高油价下，OPEC+进退两难；非OPEC+产油国贡献明年供应大部分增量，如圭亚那、巴西、挪威等；美国原油产量增幅受制于CAPEX，虽特朗普上台后有政策支持，但反应到供应的增产仍需一段时间以及长期的高油价支持。

需求端国内减油增化，新能源对传统能源的替代在持续，经济刺激措施提振下，预期小幅上调；美国需求平稳小幅增长，欧洲相对表现较弱；印度需求的增长或对全球原油需求增长有所拉动，但基数较小，全球原油需求仍然疲弱。

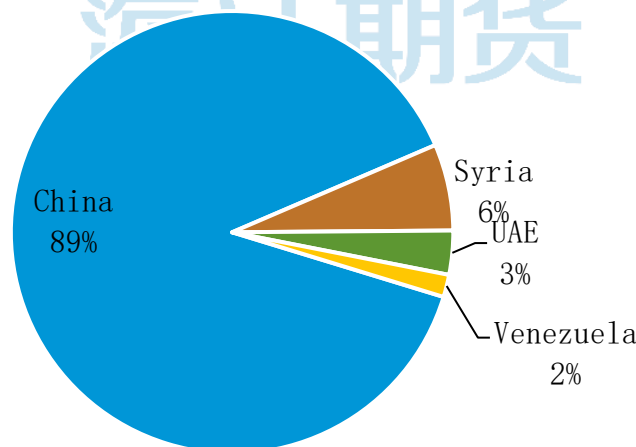
全球原油供需平衡在需求拖累下，预计供需过剩，若OPEC+无挺价行为，则油价存在下行风险，低库存使得油价存在一定的抗跌性。

2018年5月，特朗普担任美国总统时，宣布退出伊核协议，并重启对伊朗的制裁，伊朗原油产量从2018年5月的382.2万桶/天下滑至2020年7月的193万桶/天，降幅高达189.2万桶/天；伊朗原油及凝析油出口从2.62百万桶/天降至最低0.07百万桶/天，降幅高达2.55百万桶/天。拜登上任后，伊朗原油出口有所放松，原油产量在2024年11月已回升至332.3万桶/天，出口量也已回升至1.5百万桶/天附近。因此，若特朗普2.0时期再度加剧对伊朗的制裁，伊朗原油供应或将再度下滑，稀释沥青供应也将受到影响，原材料将面临断供风险及成本抬升的可能。

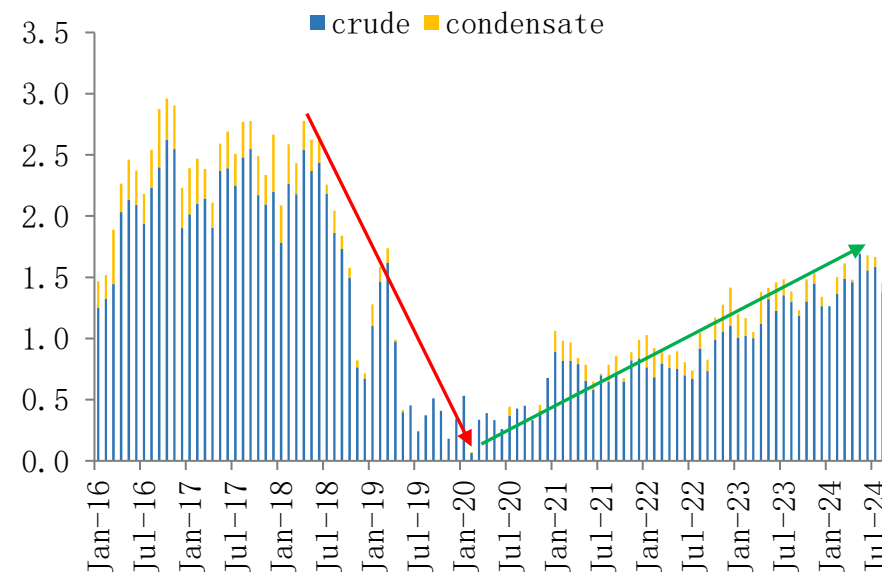
伊朗原油产量 万桶/天



2023伊朗原油出口目的地分布



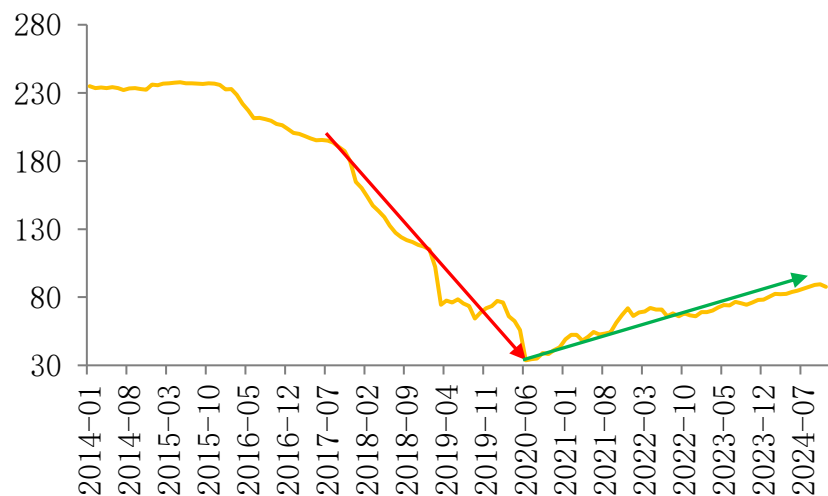
2016-2024伊朗原油出口量 (百万桶/天)



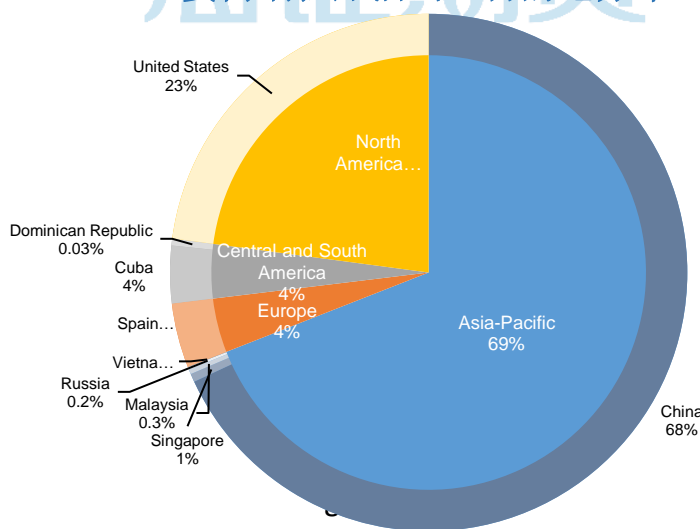
特朗普2.0时期若重启对委内瑞拉的制裁，将减少分流至欧美的委油

与伊朗差不多遭遇的委内瑞拉，在特朗普1.0时期，也同样面临过原油产量及出口量大幅下滑至历史低位的局面，原油产量从2017年1月的200.7万桶/天，最低降至2020年6月的33.7万桶/天，对应原油出口量，在2017年之后也是逐年下滑，2021年拜登上台后，美国财政部允许Eni和Repsol恢复石油换贷款交易，允许进口委内瑞拉的原油，制裁有所放松。另外，美国财政部向雪佛龙颁发了临时许可证，允许雪佛龙向美国销售和出口与PDVSA四家合资企业的石油。委油分流至欧美后，稀释沥青贴水从-20美元/桶上涨至-9美元/桶，随后2024年4月美国重启对委内瑞拉的制裁，稀释沥青贴水反弹至-14美元/桶附近，年底前维持在-10美元/桶左右。特朗普2.0时期，若继续恢复制裁委内瑞拉，则流向欧洲和美国的委内瑞拉重油或将受到影响，减少对于欧美的分流。

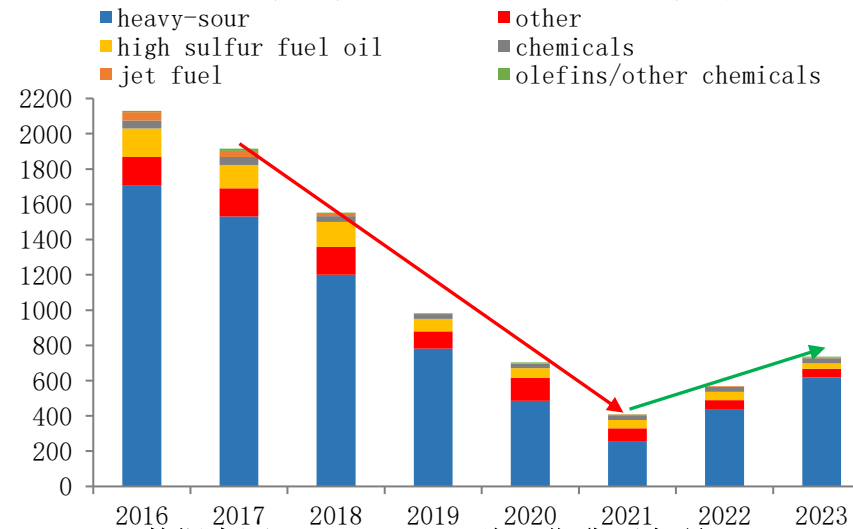
委内瑞拉原油产量 万桶/天



委内瑞拉原油出口目的地分布

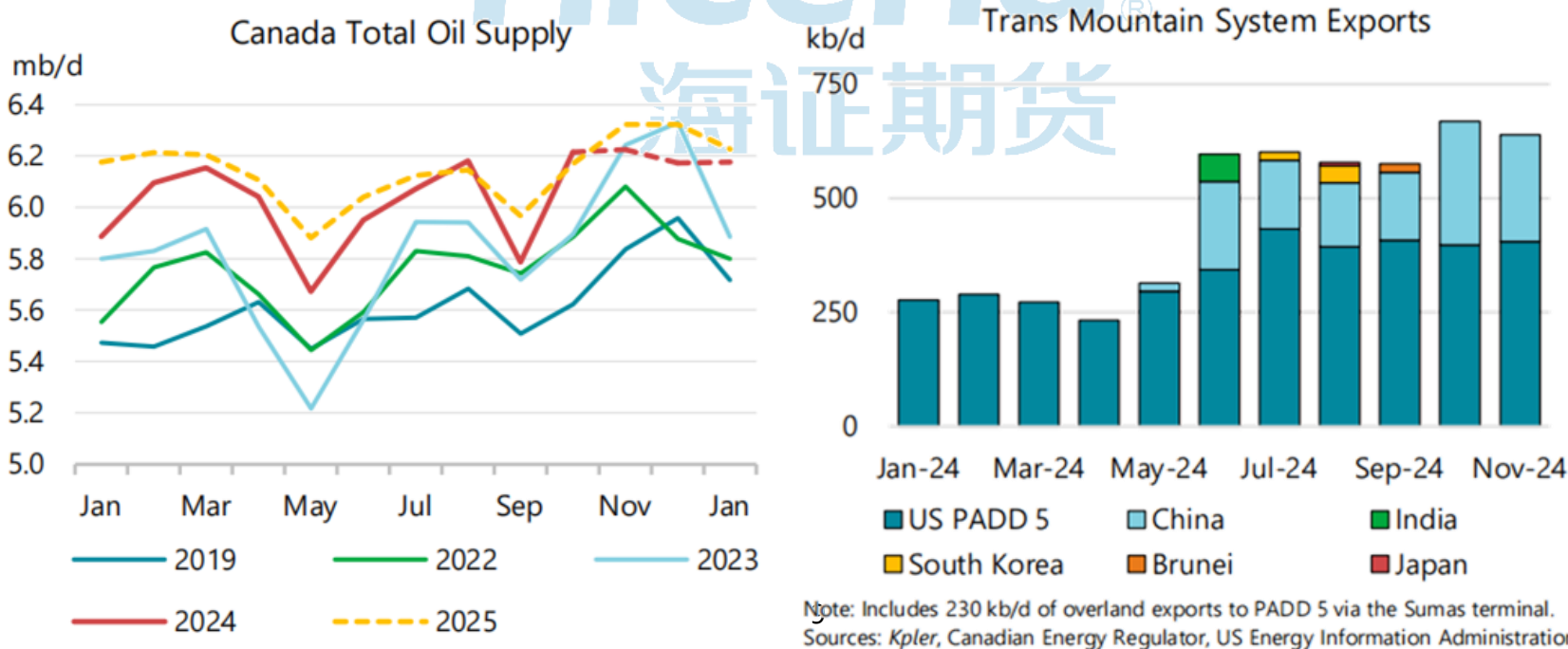


2016-2023年委内瑞拉原油出口 (千桶/天)



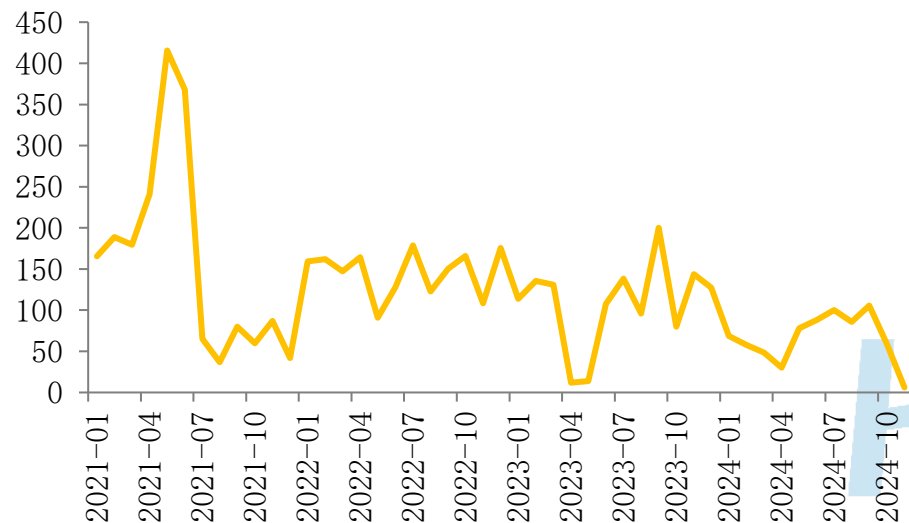
数据来源：OPEC、EIA，海证期货研究所

2024年5月投入运营的加拿大跨山管道，容量从30万桶/天扩容至59万桶/天，总容量达89万桶/天，大幅提高了通往加拿大太平洋沿岸、美国PADD5和亚洲的量。自2024年6月以来，跨山管道平均增加34万桶/天的出口至61万桶/天，流向中国和美国的量分别增加了19、14万桶/天。在跨山管道出口量大幅增加的促进下，预计2025年加拿大的石油产量将再增长10万桶/天。当前美国仍然是加拿大原油的主要出口地，特朗普计划对加拿大进口商品征收25%的关税，原油不在豁免之列，若加拿大原油出口至美国的原油量受到影响，不排除转而增加出口至中国的重油量，从而抑制稀释沥青贴水上涨。

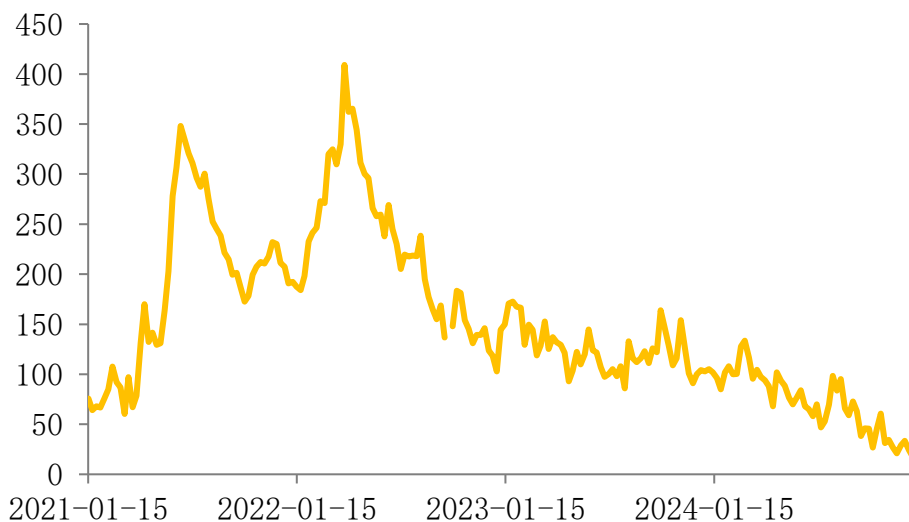


稀释沥青进口及港口库存不断下滑至低位，原材料断供风险相对可控

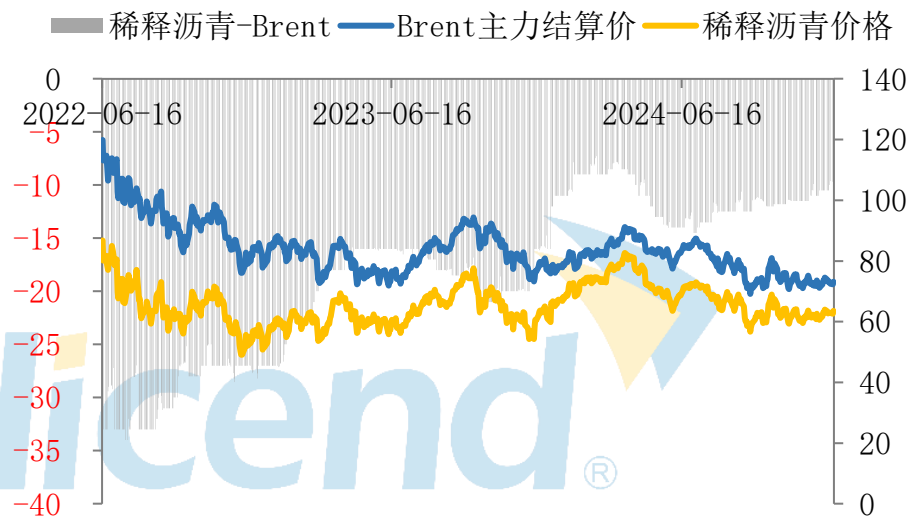
稀释沥青进口量（万吨）



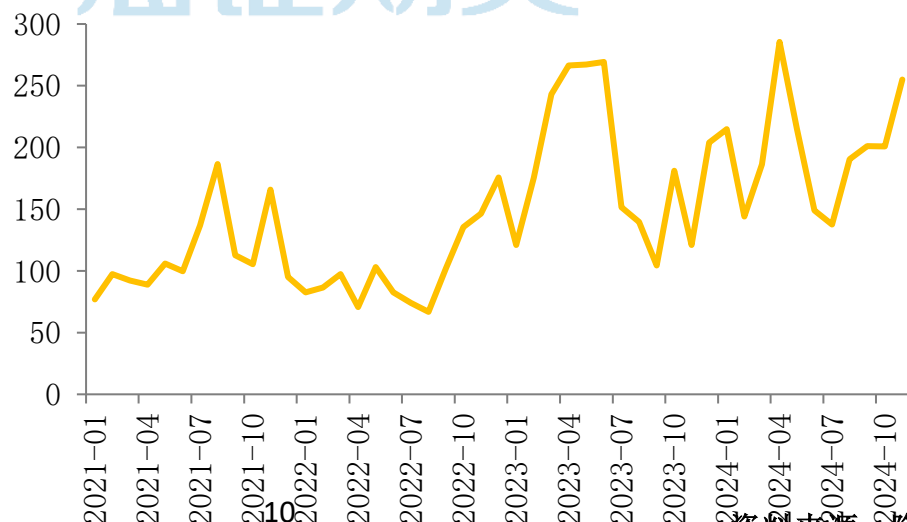
中国稀释沥青港口库存（万吨）



稀释沥青及原油价格（美元/桶）



中国5~7号燃料油进口数量（万吨）



2023年由于稀释沥青通关不畅，美国对委内瑞拉制裁放松等，国内稀释沥青进口量下滑、港口库存逐步跌至低位，原材料断供预期不断炒作。若伊朗再次被制裁，委内瑞拉也被制裁，以及加拿大在关税壁垒下减少美国出口、并增加中国出口，那么委内瑞拉和加拿大能在一定程度上弥补伊朗带来的重油短缺。加之燃料油进口量攀升，原材料断供风险相对可控。

03

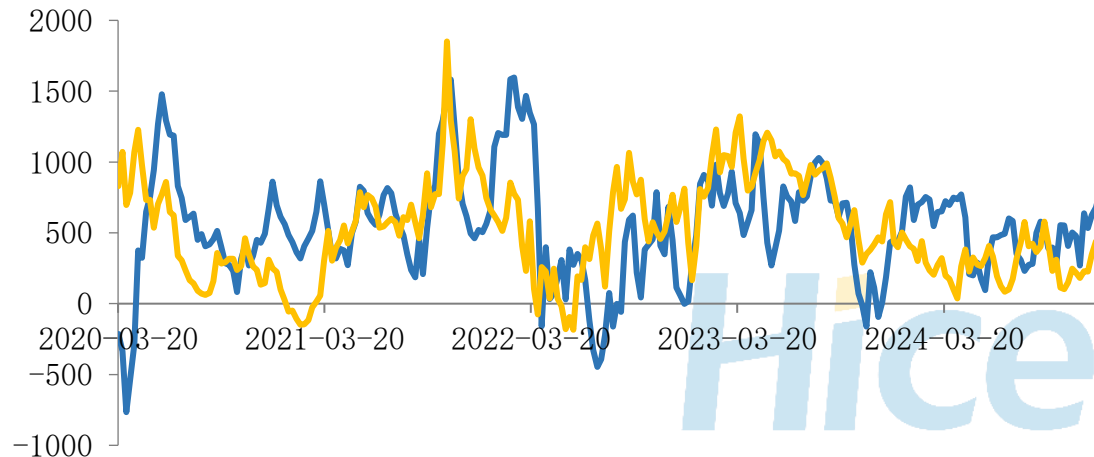
沥青供应相对充足

海证期货

炼油综合利润不高，沥青利润长期偏低

国内炼厂炼油毛利（元/吨）

— 主营炼厂 — 山东独立炼厂

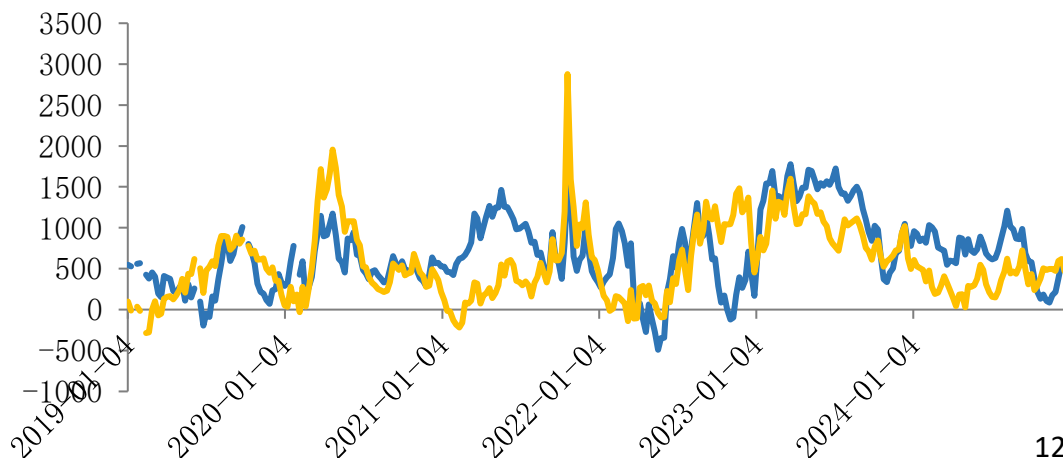


2024年无论主营还是地炼，综合炼油毛利均不及往年，汽油国内新旧能源转换，替代效应致使需求下滑，柴油受制于经济增长放缓，亦表现不佳。相比于焦化利润而言，沥青生产毛利在成本抬升以及需求疲软压制下，长期为负。

2025年，若燃料油及稀释沥青等原料消费税抵扣政策落地，则地炼沥青生产成本将有所增加，需进一步关注。

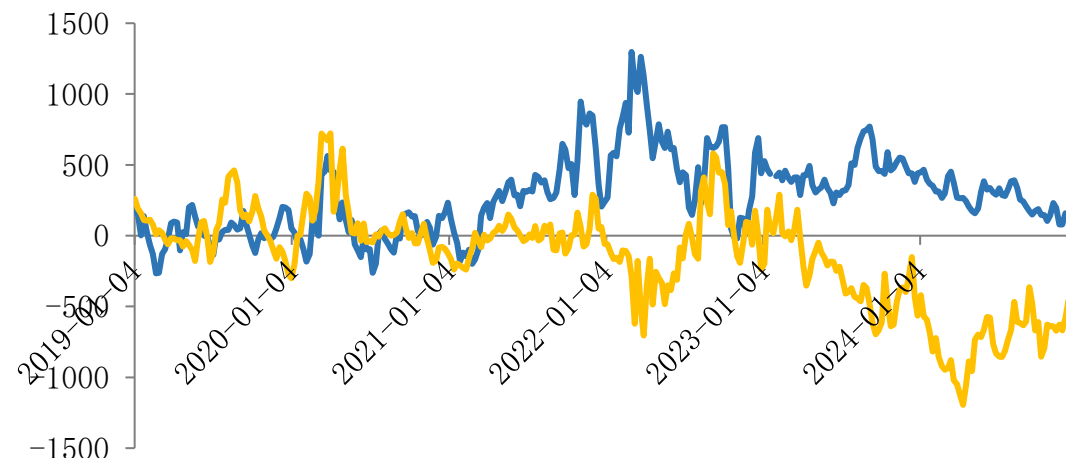
山东地炼综合利润及汽柴油利润（元/吨）

— 汽油 — 柴油



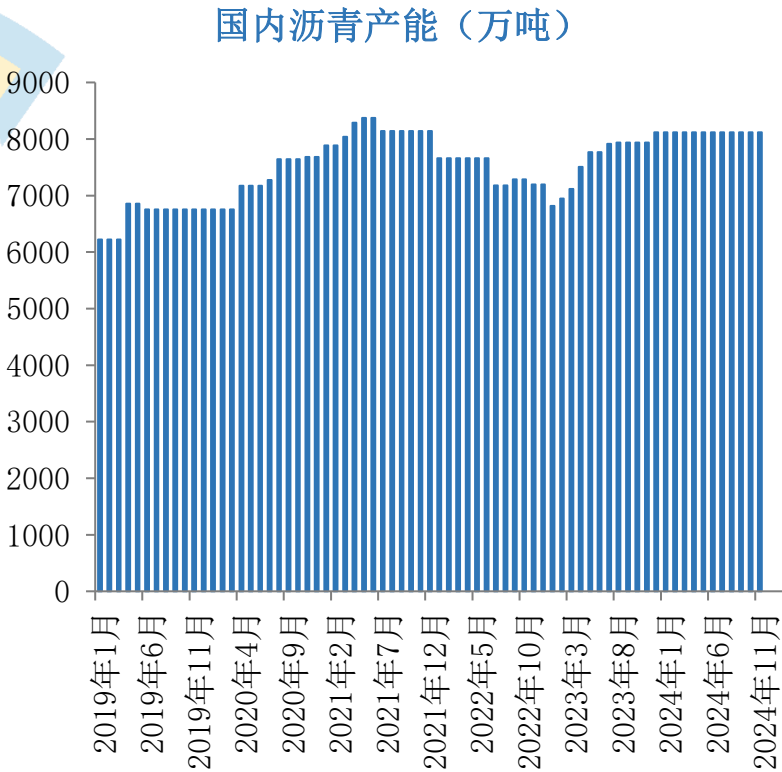
山东地炼焦化利润及沥青利润对比（元/吨）

— 延迟焦化 — 沥青

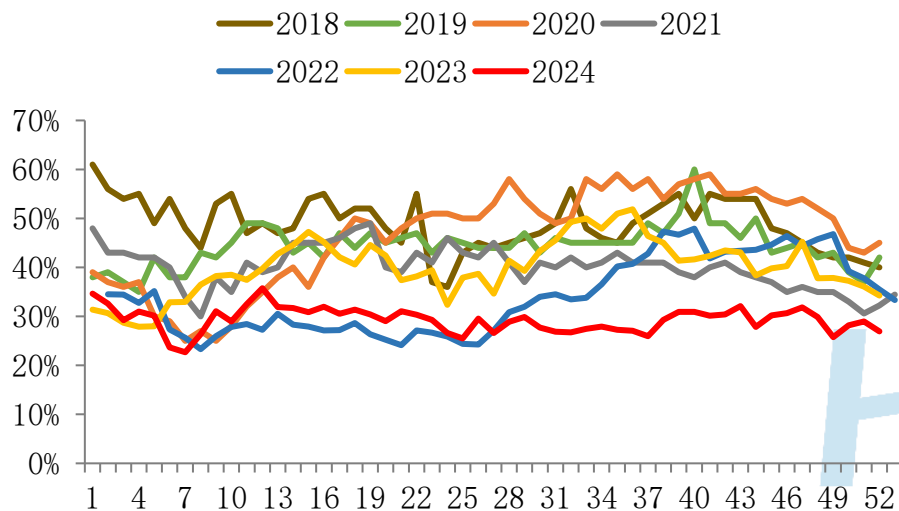


当前，国内沥青装置产能为8116万吨，3月四川盛马化工新增沥青产能60万吨，但实际投产日期未定。沥青生产利润长期为负，炼厂产能扩张动力不足，2024年未有其他沥青新投产能。虽如此，沥青产能仍然非常充足，若未来利润好转，则提产空间相对较大。

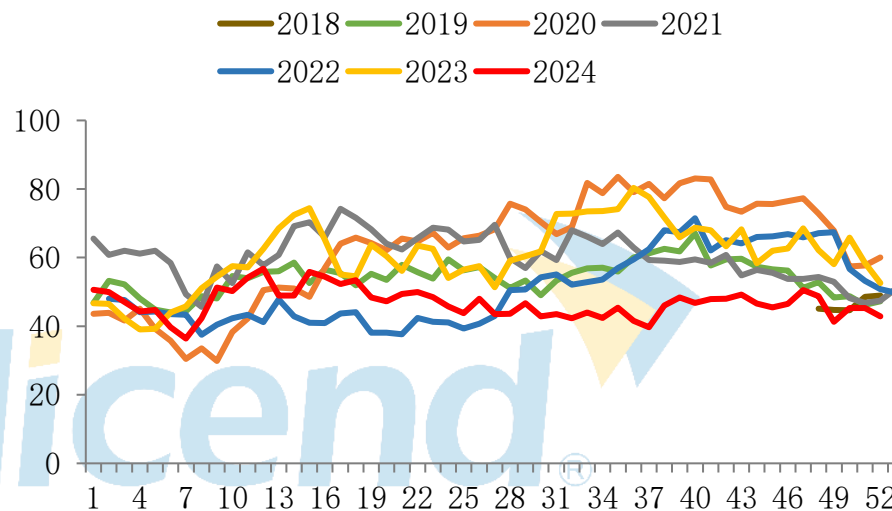
最新投产计划	实际投产时间	省份	企业名称	项目类型	项目产能	单位
2024年3月		四川	四川盛马化工	新增产能	60	万吨
2023年12月	2023年12月	山东	山东源润石油化工	新增产能	80	万吨
2023年11月	2023年11月	河南	河南丰利石化	新增产能	100	万吨
2023年8月	2023年8月	新疆	新疆天之泽化工	新增产能	20	万吨
2023年7月	2023年7月	山东	山东齐成石油化工	新增产能	150	万吨
2023年5月	2023年5月	新疆	乌苏市明源石油化工	新增产能	20	万吨
2023年5月	2023年5月	新疆	新疆法康尼石油化工	新增产能	20	万吨
2023年4月	2023年5月	山东	山东胜星化工	新增产能	190	万吨
2023年4月	2023年4月	山东	无棣鑫岳化工集团	新增产能	140	万吨
2023年4月	2023年4月	海南	京博(海南)新材料	新增产能	200	万吨
2023年4月	2023年4月	浙江	宁波博汇化工科技	新增产能	28	万吨
2023年4月	2023年4月	河北	沧州港盛石油化工	新增产能	130	万吨
2023年3月	2023年3月	江苏	江苏新海石化	新增产能	80	万吨
2023年3月	2023年3月	河北	河北鑫泉石油化工	新增产能	90	万吨
2023年1月	2023年1月	广东	中石油广东石化	新增产能	130	万吨
2023年1月		辽宁	大连西太平洋石油化工	淘汰产能	170	万吨
2023年1月		福建	中化泉州石化	淘汰产能	210	万吨



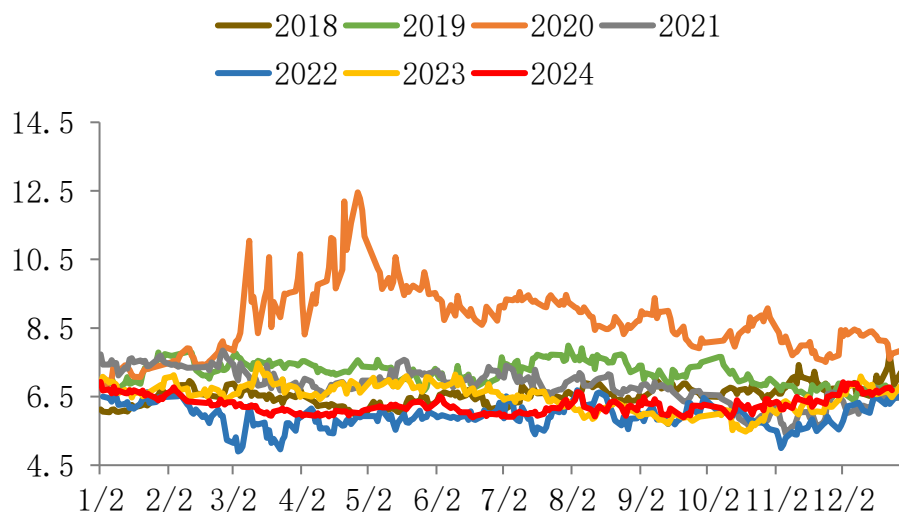
国内沥青总开工率 (%)



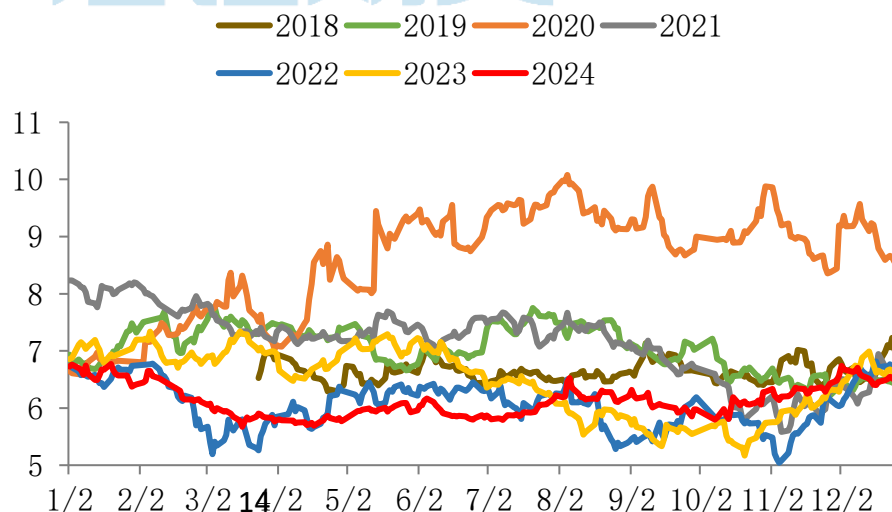
国内沥青周度总产量 (万吨)



沥青/Brent (含汇率)



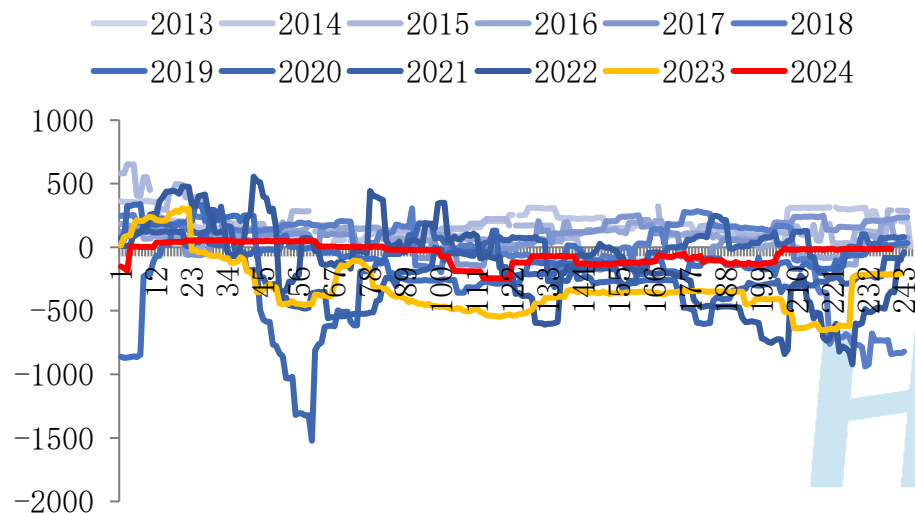
沥青/SC



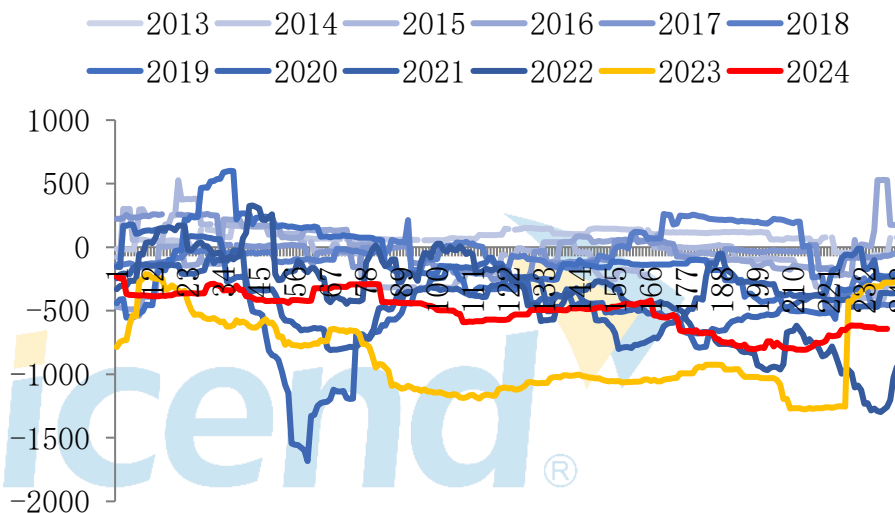
由于利润长期低位，炼厂提产积极性不足，2024年沥青全年开工率22%-36%之间，周产量36-57万吨之间，均远低于往年同期。2024年四季度，沥青低位裂解在炼厂限量以及出货增加的推动下，已修复至往年中性水平。2025年油价存在下行风险，将带动沥青成本重心下移，长期的负利润或将稍有改善，进而产量或将小幅增长，增幅受需求限制。

进口沥青边际影响量不大

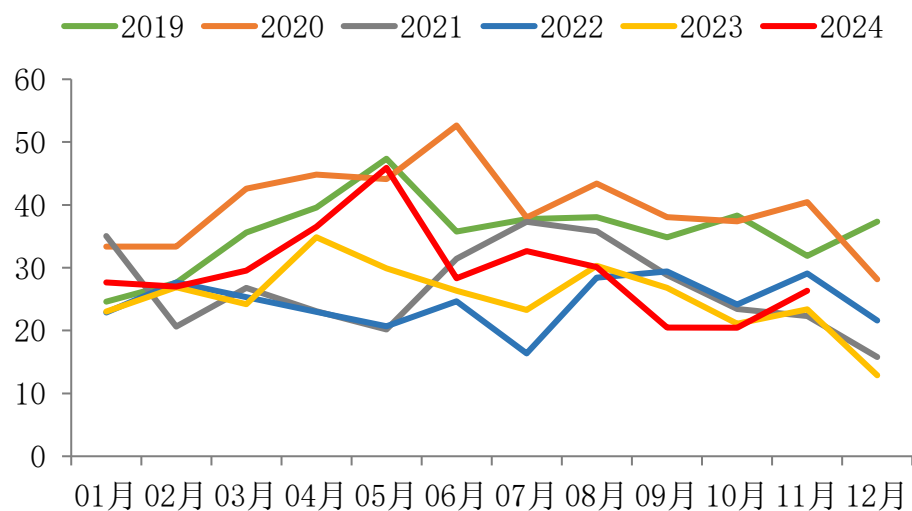
华东进口韩国沥青进口利润（元/吨）



华南进口新加坡沥青进口利润（元/吨）



国内沥青进口量（万吨）



石油沥青进口依赖度（%）



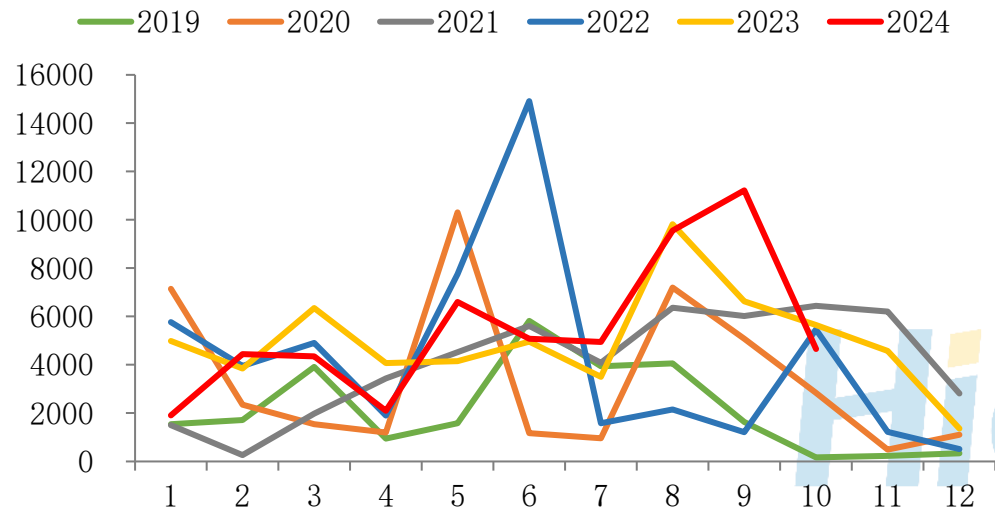
2024年进口沥青利润虽然依然不高，但较2023年有所好转，进口量及进口依赖度也有所上升。部分项目指定进口沥青，因此，对进口沥青的需求也一直存在，整体相较于国产沥青的边际变动而言，进口沥青影响量不大。

04

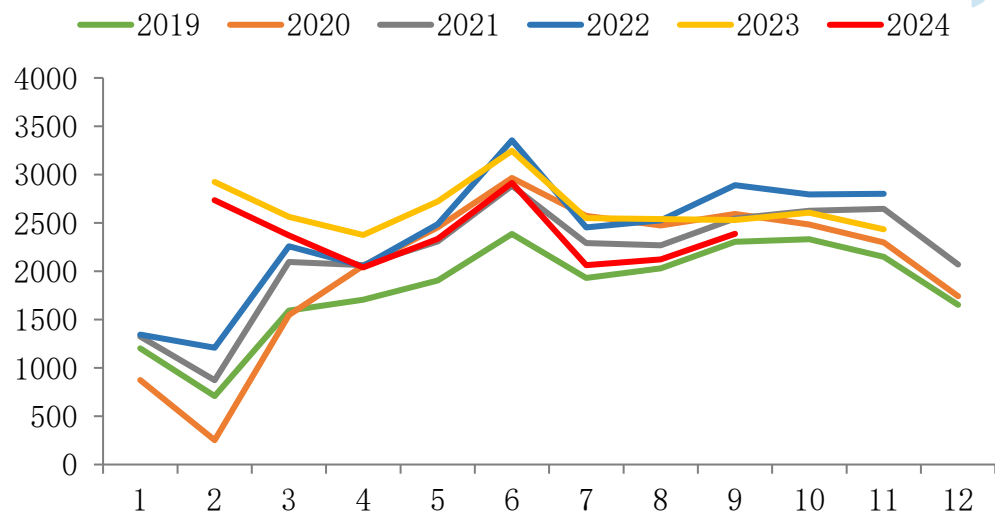
沥青需求预期有待兑现

海证期货

中国地方政府专项债发行额（亿元）



全国公路建设交通固定资产投资额（亿元）

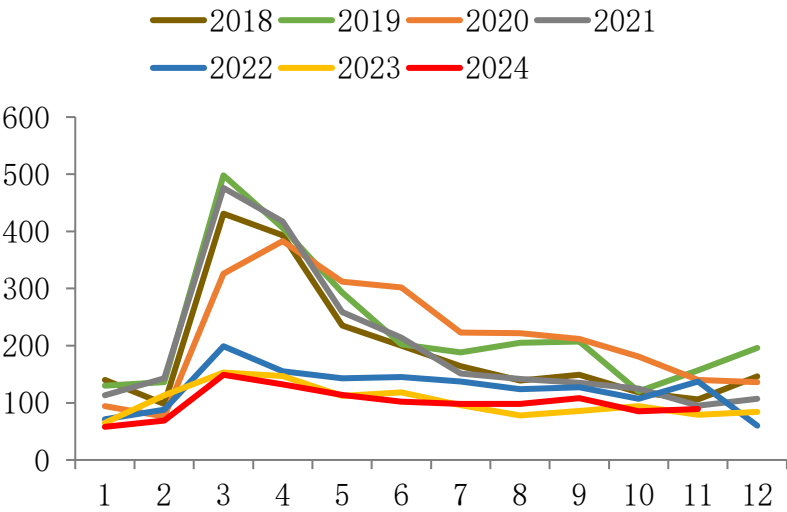


十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。议案提出，在压实地方主体责任的基础上，增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分3年实施。2024年至2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。此外，从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。加上此次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，可以直接增加地方化债资源10万亿元。

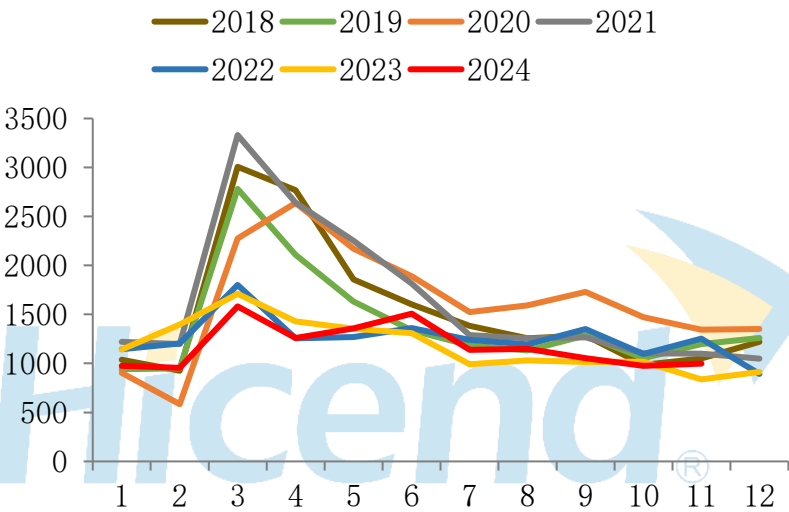
我们预计，地方政府隐性债务压力将逐步得到化解，从而畅通地方资金链条，近年来企业普遍反馈的回款率低问题，将逐步获得改善。资金面的好转，在一定程度上将带动中下游的备货积极性，更进一步带动沥青刚性需求好转。

2024年道路施工沥青需求受制于资金，整体较弱

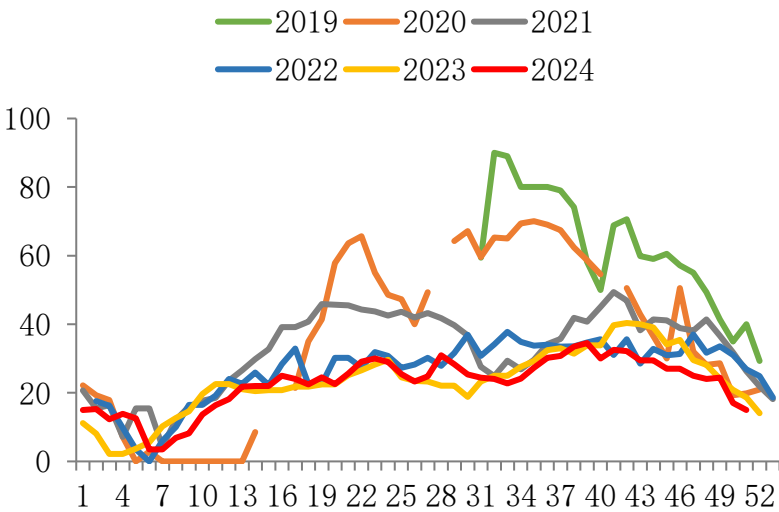
主要企业沥青混凝土摊铺机销量（台）



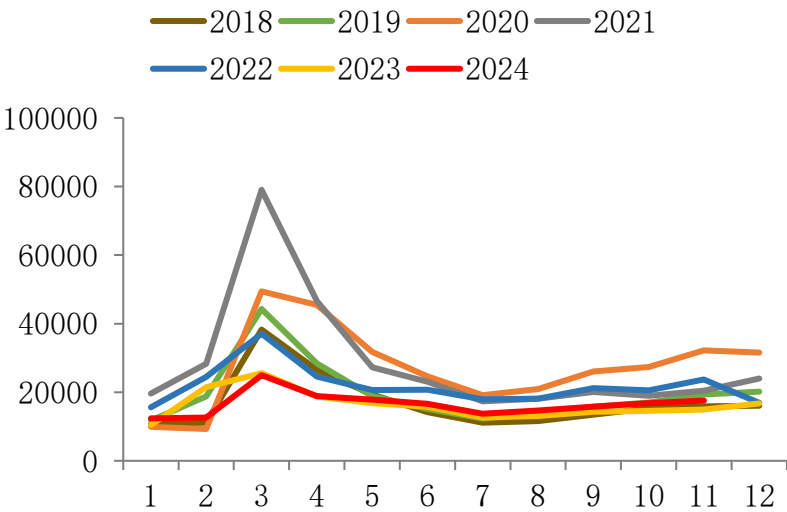
主要企业压路机销量（台）



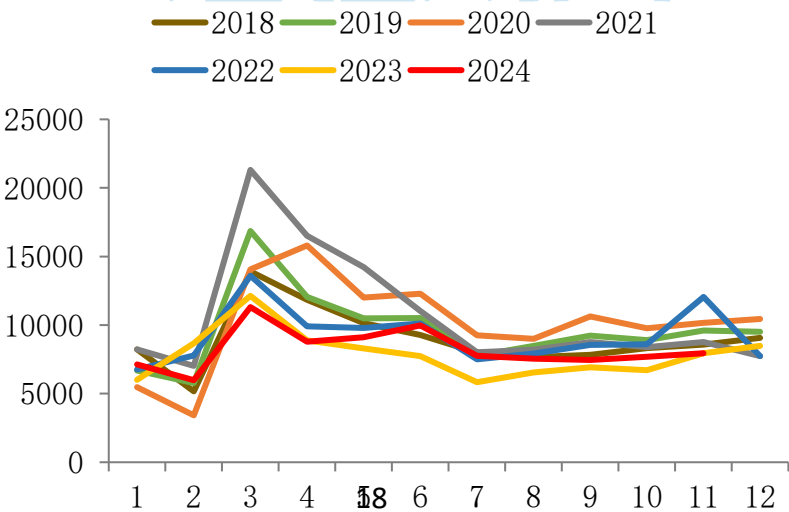
道路改性沥青开工率（%）



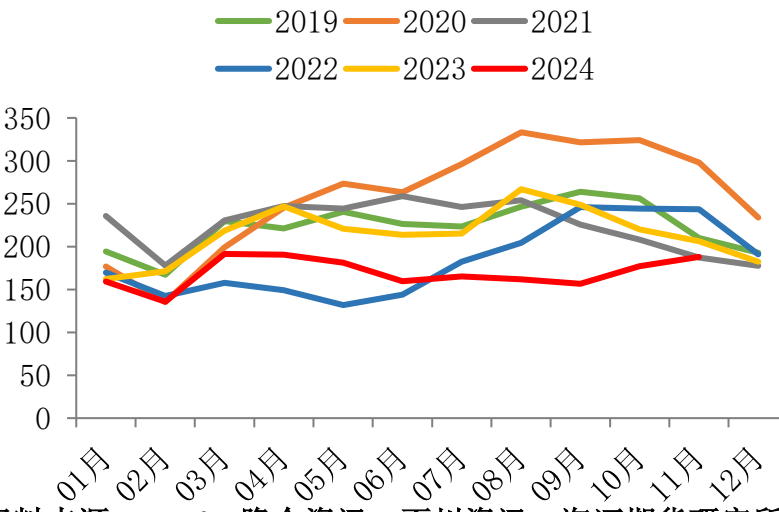
主要企业液压挖掘机销量（台）



主要企业装载机销量（台）



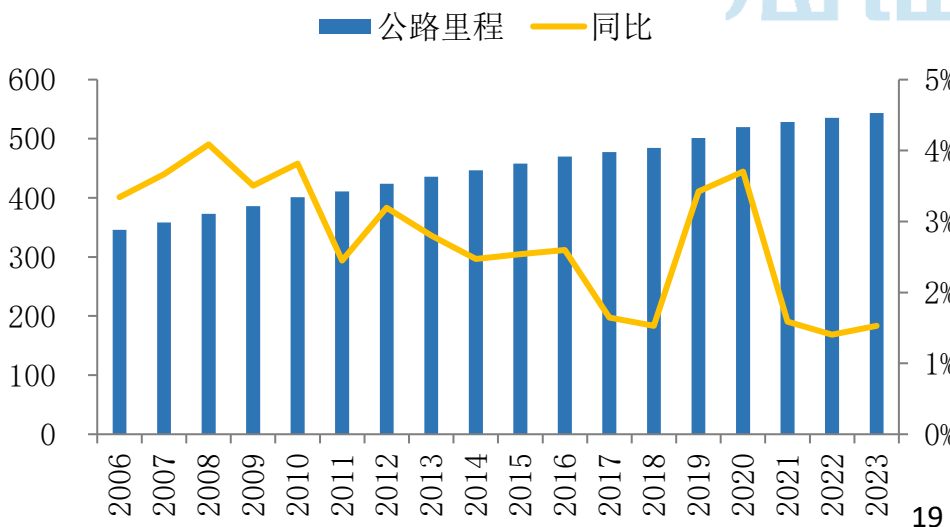
道路市场沥青消费量（万吨）



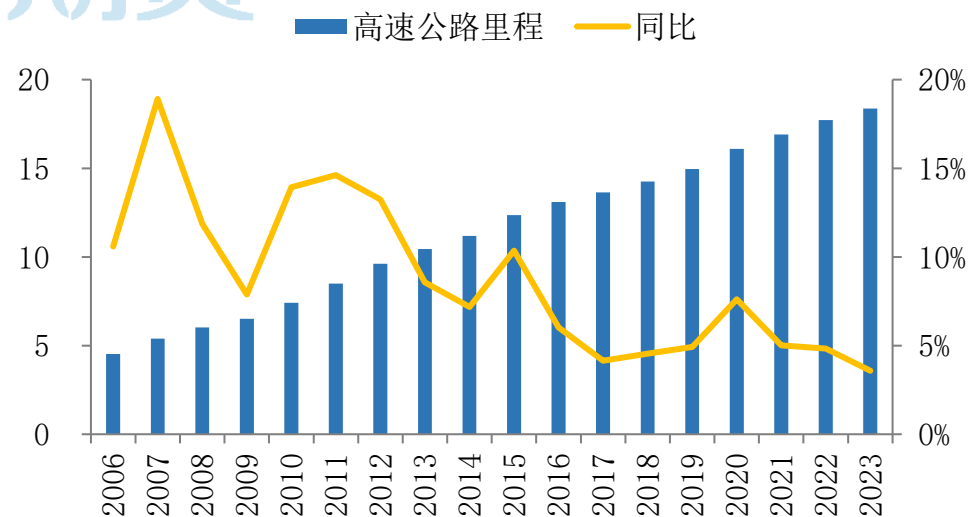
资料来源：wind，隆众资讯，百川资讯，海证期货研究所

《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》中提出，到2025年公路通车里程达550万公里，其中，高速公路建成里程19万公里，相比于2020年的519.8、16.1万公里，将分别增加30.2、2.9万公里。其中，截至2023年，公路通车里程和高速公路建成里程已分别达到543.68、18.36万公里，即已完成“十四五”规划目标中的23.88、2.26万公里，前三年目标完成度79.07%、77.93%。2024年沥青受制于资金不足，整体道路施工需求偏弱，公路建设交通固定资产投资额不及前两年，需求的滞后、“十四五”规划最后一年、道路养护需求等，预计2025年沥青需求将好于2024年，但作为传统需求的增长力度相对有限。另外，从规划中，区域间的需求差异依然存在，预计新疆、西藏及内蒙、东北、西南部分地区的公路建设需求将好于其他区域。

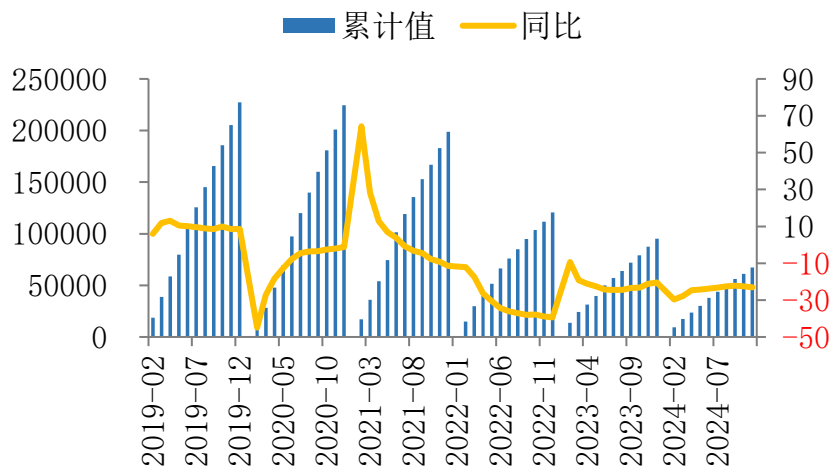
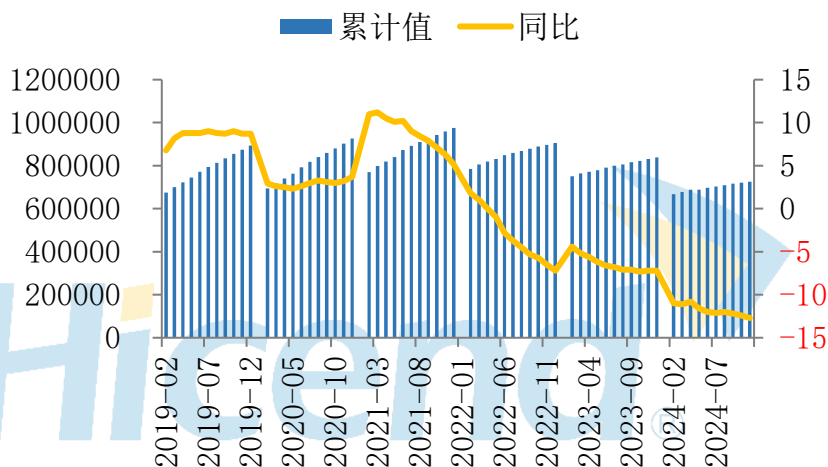
全国公路里程（万公里）及同比（%）



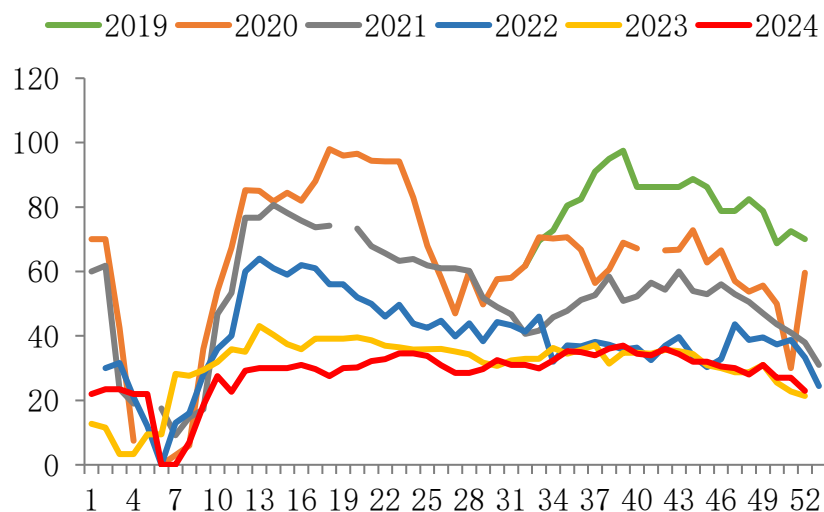
全国公路里程（万公里）及同比（%）



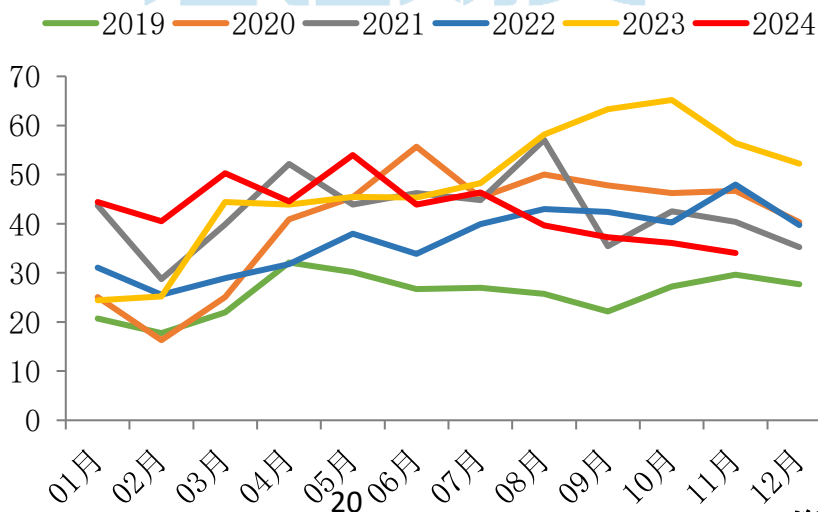
资料来源：中国政府网，wind，海证期货研究所

中国房屋新开工面积累计值（万平方米）
及同比（%）中国房屋施工面积累计值（万平方米）及
同比（%）

防水卷材沥青开工率（%）



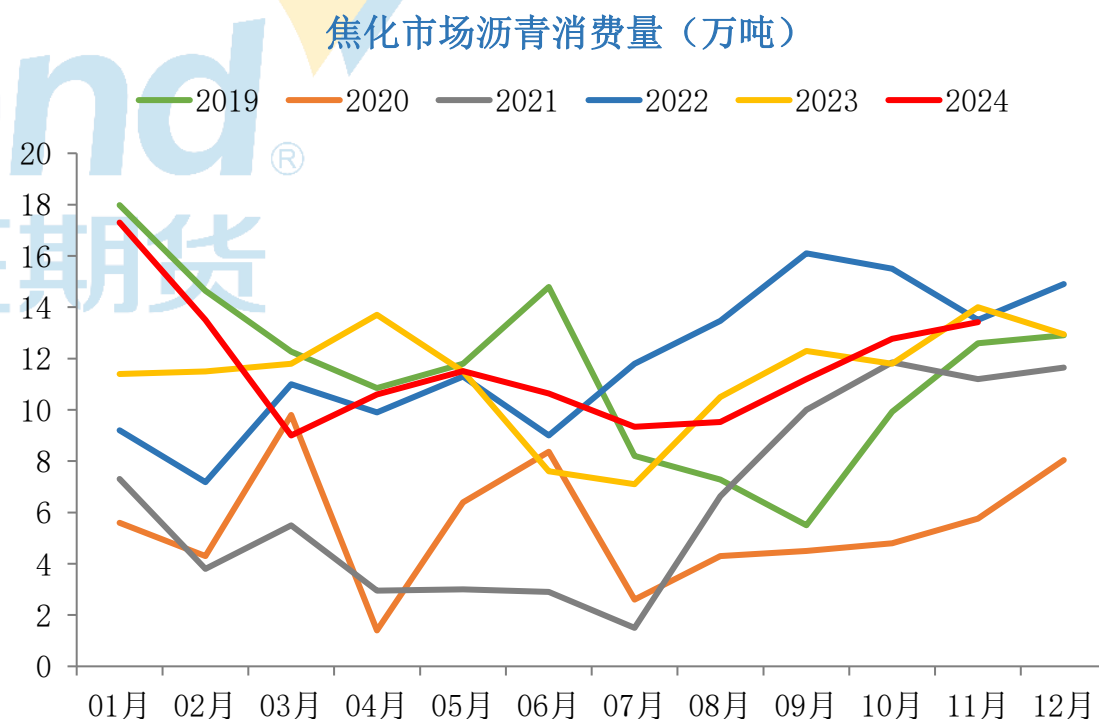
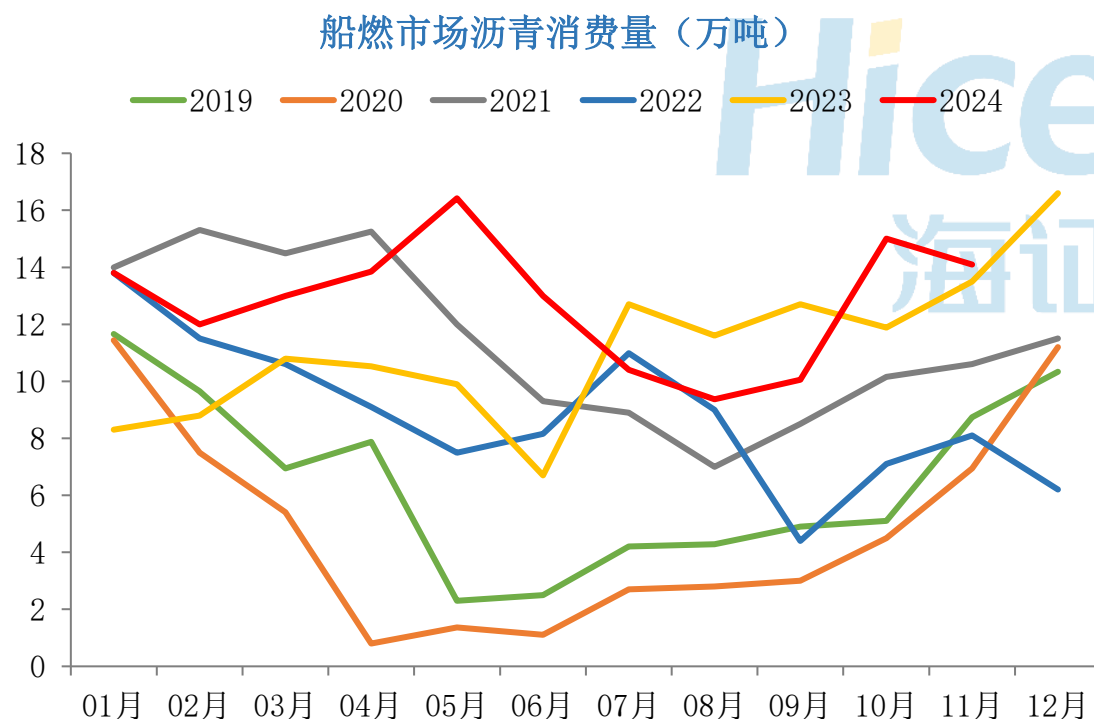
防水市场沥青消费量（万吨）



2024年防水沥青开工也远低于往年同期，结合国内房地产新开工和施工面积来看，地产低迷抑制防水沥青需求释放。

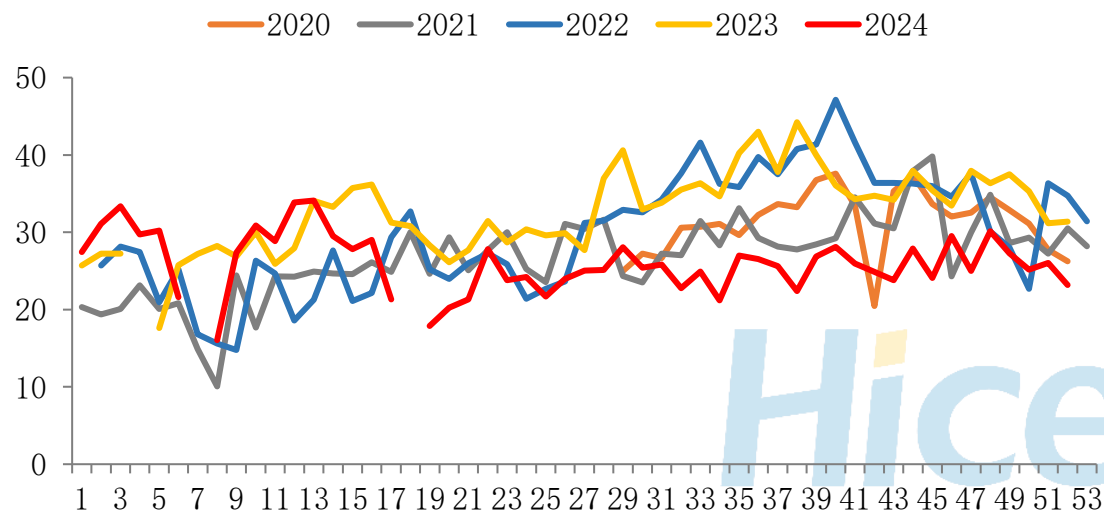
今年9月政治局会议首次提出“促进房地产市场止跌回稳”，12月政治局会议强调“稳楼市”，12月中央经济工作会议提到“适时降准降息”，2025年房贷利率仍有继续下降的空间。一揽子政策支持下，加上基数偏低，房地产市场投资有望企稳回升，从而带动防水沥青需求稍有好转。

2024年全年，船燃及焦化市场需求相对平稳，2024年1-11月，船燃沥青消费量累计140.99万吨，同比2023年1-11月增长20%，焦化市场沥青消费量累计128.79万吨，同比增长4.5%。且由于船燃及焦化需求均仅占总需求的4%左右，边际需求增量相对较小。因此，2025年船燃及焦化需求仍以平稳缓增预期对待，对沥青总需求拉动较小。



2025年沥青总需求有小幅回升预期

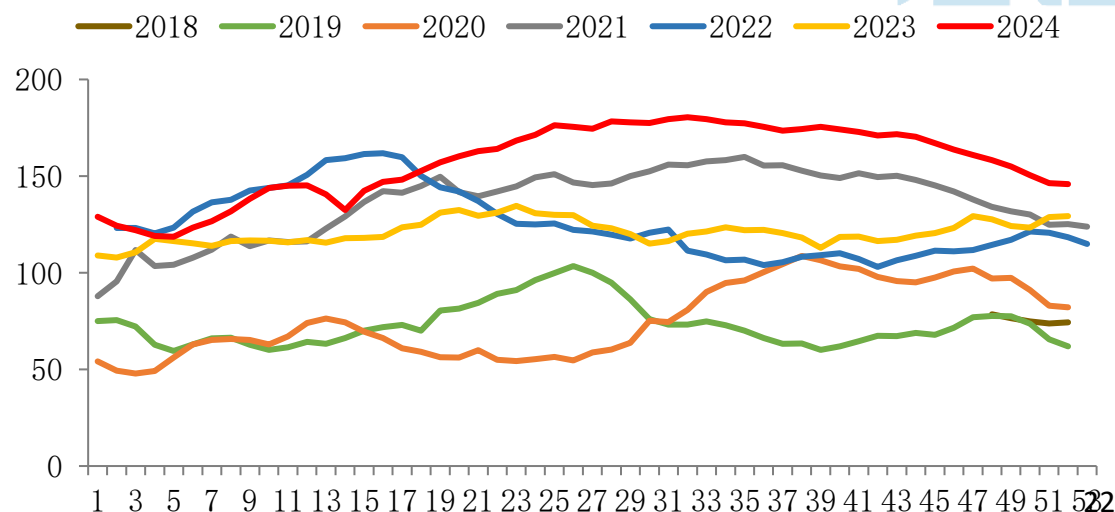
中国沥青出货量（万吨）



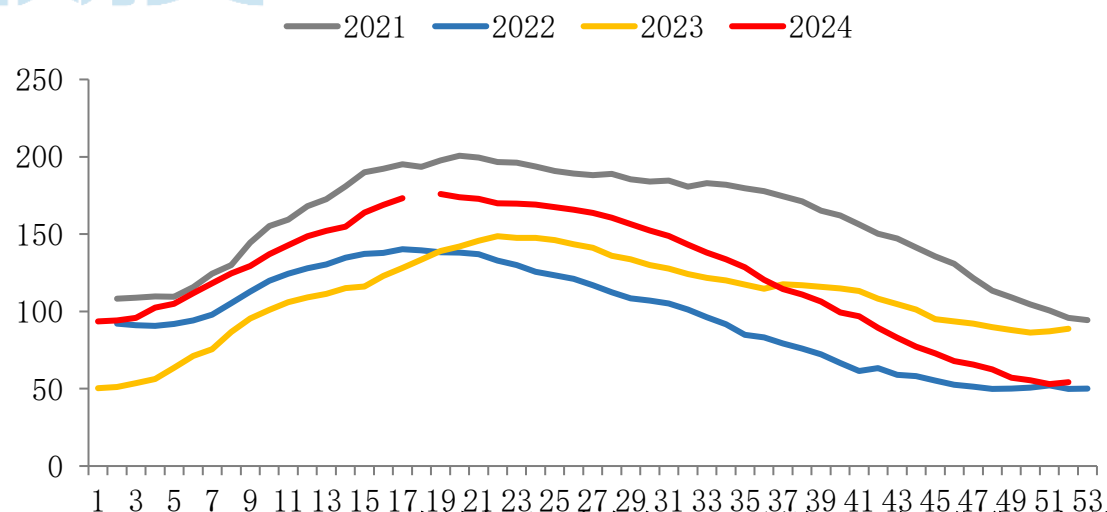
2024年前三季度，沥青价格持续受需求拖累，企业普遍反馈回款率低，道路施工刚性需求较差，市场采购积极性偏低。四季度，北方地区赶工，加之气温下降较晚，山东河北沥青资源偏紧，社会库存去库较为明显。

2025年，道路市场及防水市场沥青消费量均有小幅回升预期，船燃及焦化市场暂以同比持稳预期对待，加之社会库存去化至低位，存在补货需求，沥青总需求有望稍有改善。

国内炼厂沥青库存量（万吨）



国内沥青社会库存（万吨）

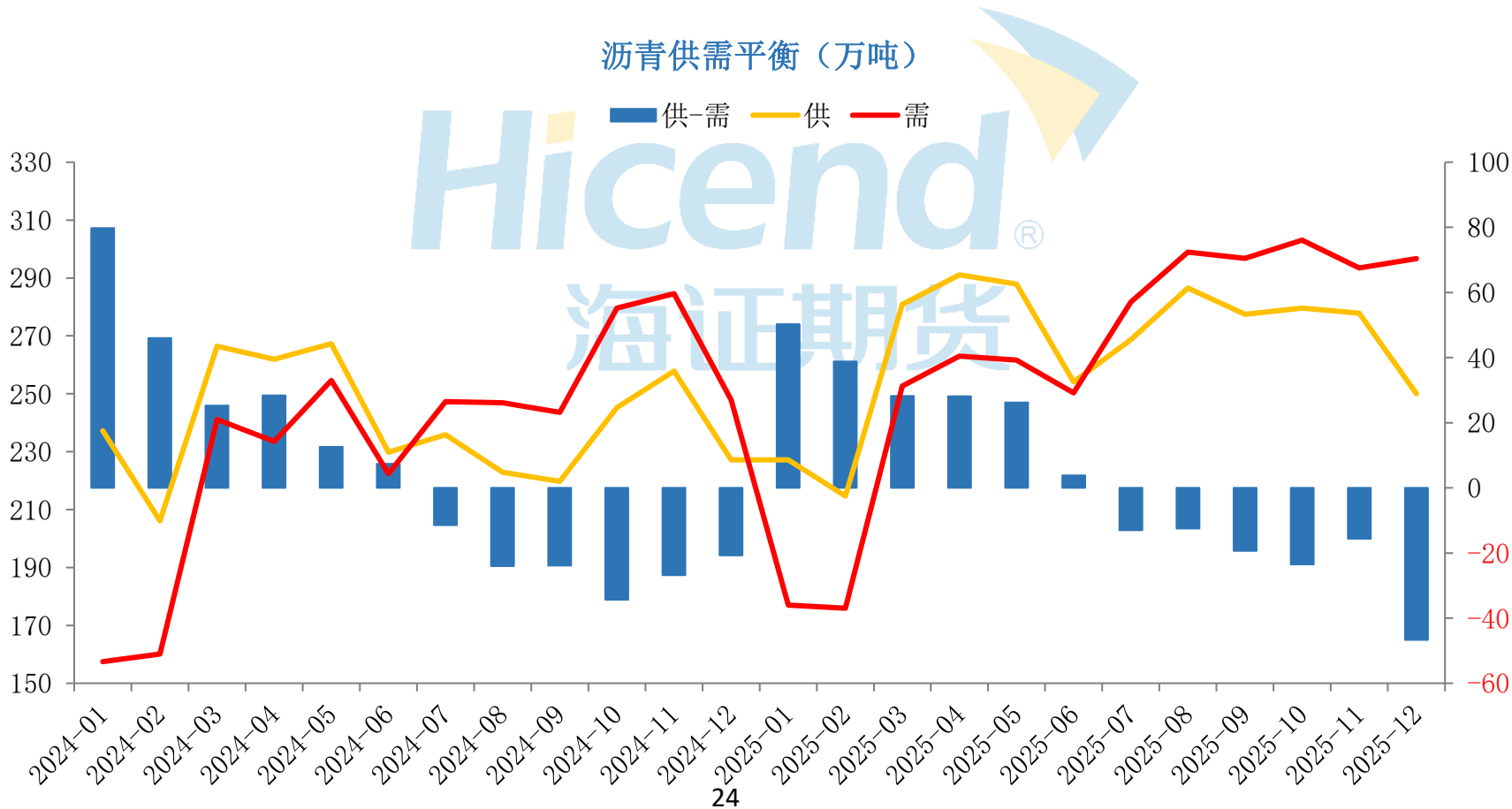


05

2025年沥青供需平衡及投资建议

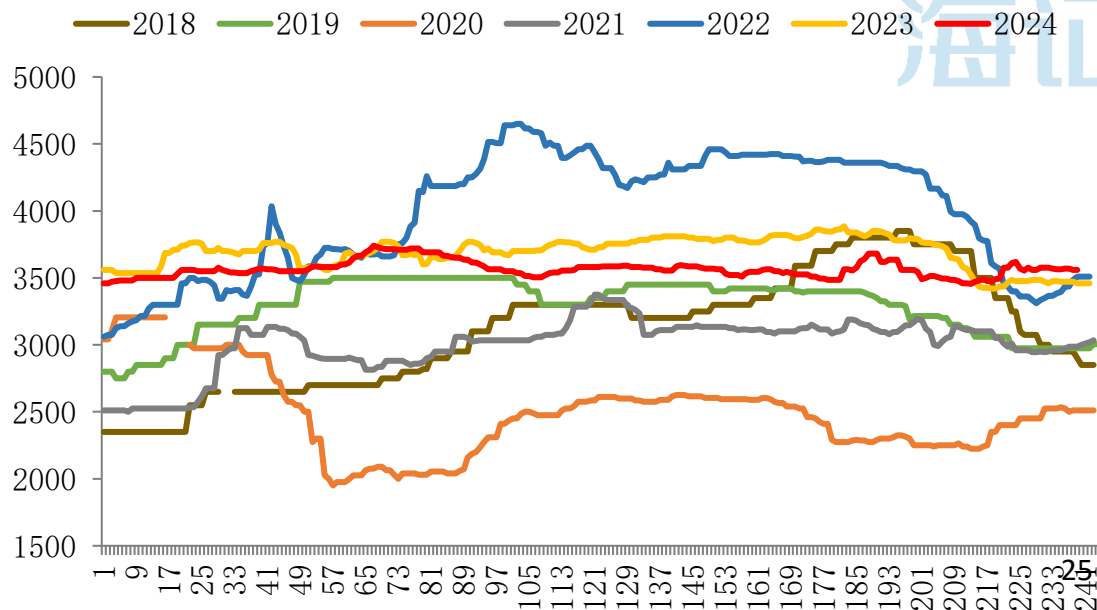
— 海证期货

我们预计，2025年一季度因气温下降、春节假期等因素，道路施工需求逐渐下滑至全年低位，中下游按计划实施冬储，沥青累库；二季度随着节后复工复产陆续推进，累库幅度相对收窄；三季度及四季度，金九银十旺季传统旺季推动下，沥青开启去库，总体供需略微松平衡。

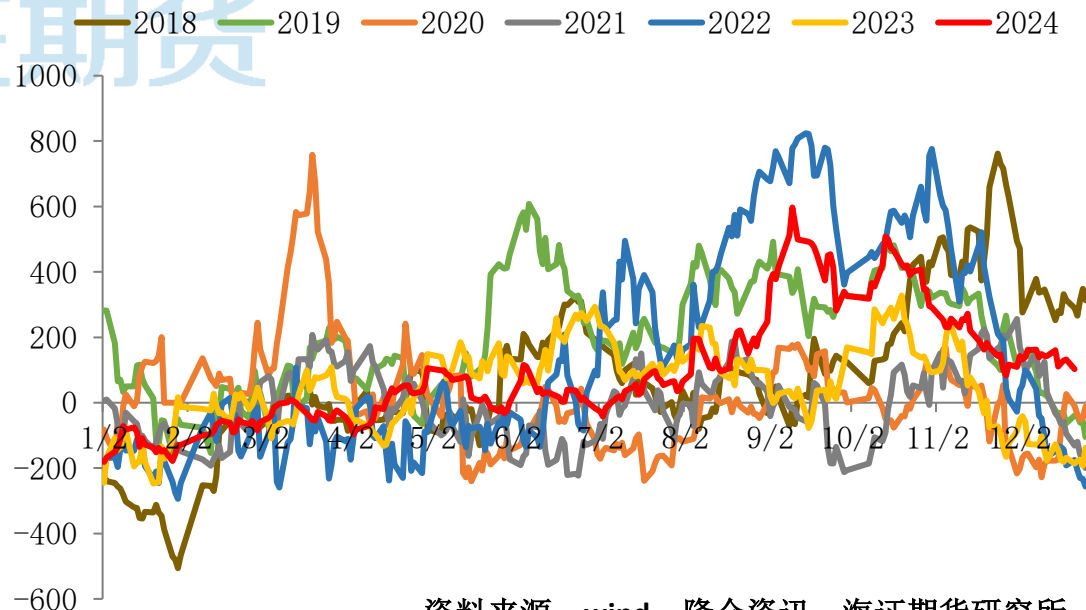


2024年四季度，沥青社会库存去库较为明显，总库存已降至低位，叠加炼厂限量，基差上涨至历史高位后，需求逐步进入淡季，基差回落至正常水平。2025年，我们预计油价的疲软将继续在绝对价格上抑制沥青的价格，需求的略微好转以及沥青的成本支撑，在一定程度上限制了沥青价格的下跌空间，预计沥青价格仍以区间偏弱振荡为主，波动区间2800-3850元/吨。二三季度，随着复工复产及气温上升，叠加“十四五”规划最后一年，需求启动，可关注基差走强机会；四季度依然可关注需求淡季带来的基差下行机会。沥青需求淡季，价格波动较小，可考虑卖出宽跨式策略，另外，油价疲软时，沥青可关注领口看跌策略以及看跌三项式策略。

山东重交沥青市场价（元/吨）



BU主力合约基差（元/吨）



郑梦琦（交易咨询号：Z0016652）：海证期货能化研究员，经济学硕士，专注于能源版块品种研究，覆盖品种包括原油、沥青、燃料油、低硫燃料油以及LPG，期货日报连续三年最佳工业品分析师，多次在期货日报、陆家嘴大宗商品论坛等平台发表研究报告，曾多次接受期货日报、新华财经、中国证券报、每日经济新闻等多家媒体的采访，观点被多家媒体转载。



未来 因您而为

法律声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。预估数据系研究员计算所得，实际产生金额可能存在偏差，以实际产生为准。我们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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

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，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为海证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

Thanks!

海证期货有限公司

HICEND FUTURES CO., LTD.

|全国统一客服热线| **400-880-8998**

www.hicend.com.cn