

沥青

国投期货 2025 年度策略报告

——花落花开自有时

2024 年 12 月

目录

1. 2024 年沥青行情回顾.....	3
2. 需求展望	3
2.1. 专项债资金对沥青道路需求提振有限	4
2.2. 养护需求与新增需求呈现强弱分化.....	5
2.3. 明年沥青防水消费亮点不足.....	8
3. 供应展望	9
4. 2025 年行情&策略展望	14

王盈敏 中级分析师

从业资格证号：F3066912

投资咨询号：Z0016785

近期相关报告：

《沥青道路需求分析之（一）：专项
债篇》20240830

《沥青道路需求分析之（二）：公路
篇：上》20241030

《点石成金沥青：淡季库存不增反降，
裂解走强至年内高位》20241202

《道路沥青需求分析之（二）：公路
篇：下》20241206

报告摘要

● 行情回顾

2024 年沥青市场呈“旺季不旺、淡季不淡”特征。1 月至 7 月沥青主力期货合约价格呈窄幅震荡趋势，8 月至 9 月中旬开启下跌行情，9 月下旬随着炼厂坚定贯彻深度减产操作，库存去化加快，沥青价格触底回升，往年进入 11 月传统淡季后炼厂库存一般累库，然而今年不仅延续去库且去库速度堪比今年旺季时期，产业链各环节库存降至绝对低位对价格形成明显提振。

● 需求展望

专项债资金流向收费公路领域的规模及占比均在下滑，还需考虑财政向新基建倾斜这一已有且未来将持续下去的趋势，明年专项债资金对沥青道路需求提振预计有限。沥青道路需求中养护需求与新增需求呈现强弱分化趋势。据悲观、中性、乐观三种情况预估 2025 年新建需求及养护需求同比 2024 年增长分别为 0.9%、1.2%及 1.1%，同比向好。从政策利好转化成防水沥青消费的实质提振仍有一段路要走，明年沥青防水需求预计亮点有限。

● 供应展望

若明年关于燃料油、稀释沥青等非配额原料进口环节消费税抵扣政策的调整全面展开，将使无配额炼厂生产成本增加，地炼处境雪上加霜。在汽柴油消费承压，汽柴煤油出口退税率下调导致出口利润降低的影响下，明年成品油裂解大概率仍表现疲弱，主营炼厂开工率预计仍处相对低位，主营炼厂副产沥青的产量预计维持在较低水平。

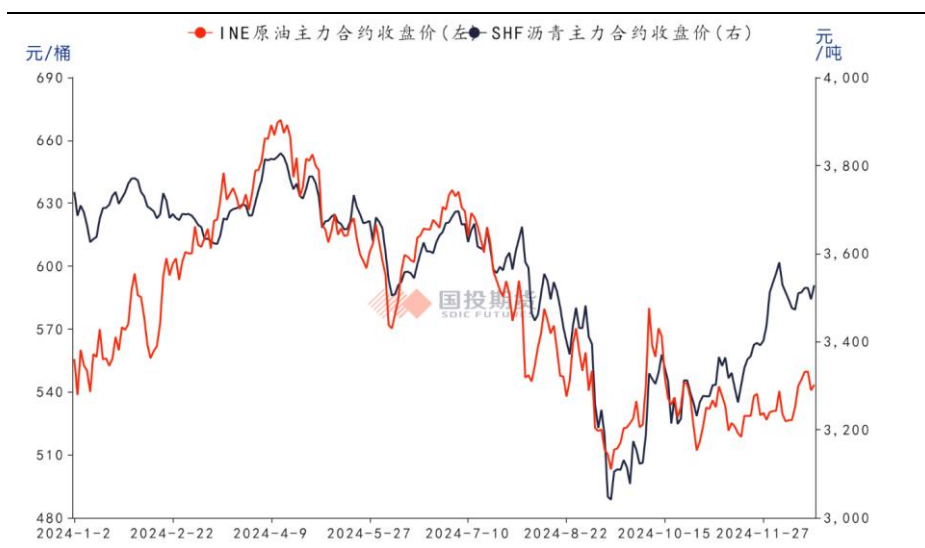
● 2025 年行情&策略展望

目前沥青行业利润经历长期熊市形成低供应、低库存格局,裂解价差向上的弹性可能放大,但需等待利好经济政策转化成对需求的实质提振，因此可重点关注超预期需求增量的落地节点，届时做多沥青裂解价差值得关注。

1. 2024 年沥青行情回顾

2024 年沥青市场呈现“旺季不旺、淡季不淡”的特点。从年初截至目前，沥青期货主力合约价格运行区间在 2961-3875 元/吨，分开来看，1 月至 7 月沥青期货合约价格在 3500-3875 元/吨窄幅震荡；8 月开启一波较为流畅的下跌行情直至 9 月中旬见底，在 9 月中旬一度触及年内最低点 2961 元/吨；9 月下旬在传统旺季炼厂继续坚定执行深度减产操作下，炼厂库存及社会库存去库加快，即便 10 月中旬后去库速度有所放缓但去库力度仍是近三年同期最强。往年进入 11 月传统淡季后，炼厂一般出现累库现象，然而今年 11 月厂库延续去库甚至去库速度之快堪比今年旺季时期。传统淡季去库力度超出预期以及供应弱势贯穿全年的背景下，沥青产业链各环节库存去化至绝对低位对价格起到明显托举，故在 11 月中旬至 12 月上旬开启一波上涨行情。

图 1：2024 年 BU 及 SC 主力连续收盘价走势



资料来源：Wind，国投期货

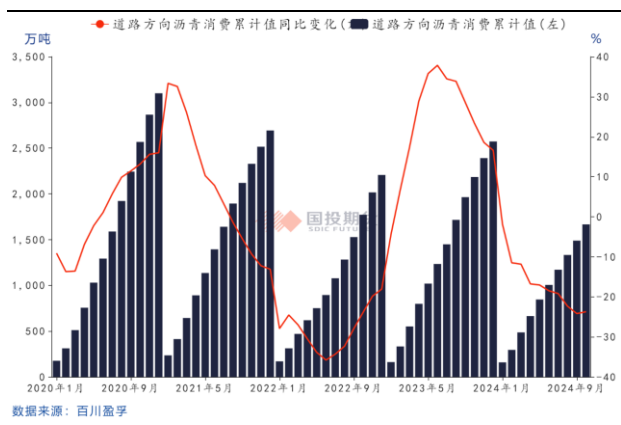
2. 需求展望

据百川数据，2024 年中国沥青表观消费量预计 2836 万吨，同比 2023 年 3415 万吨下降 579 万吨或 16.9%。从沥青消费结构来看，道路、防水是占比最高的两个领域，以 2023 年为例，沥青需求结构中道路需求占比 75.8%、防水需求占比 16.5%。2024 年 1-10 月道路方向沥青消费量累计 1667 万吨，占比 71%，

占比下滑 4.8 个百分点；1-10 月防水方向沥青消费量累计 437 万吨，占比 19%，占比提升 2.5 个百分点；

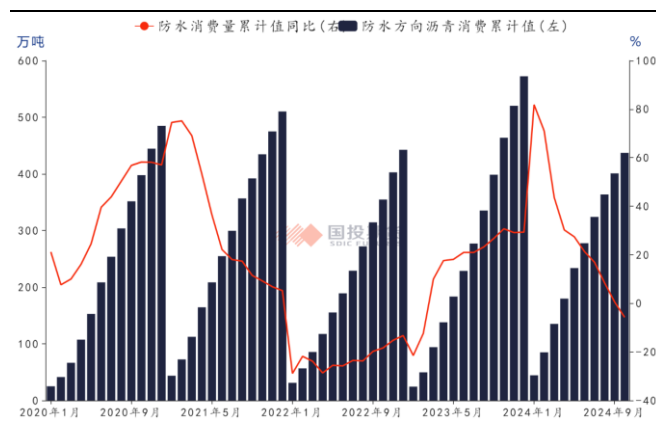
1-10 月船燃及焦化方向沥青消费量累计 242 万吨，占比 10%。

图 2：道路方向沥青消费量累计值及同比变化



资料来源：百川，国投期货

图 3：防水方向沥青消费量累计值及同比变化



资料来源：百川，国投期货

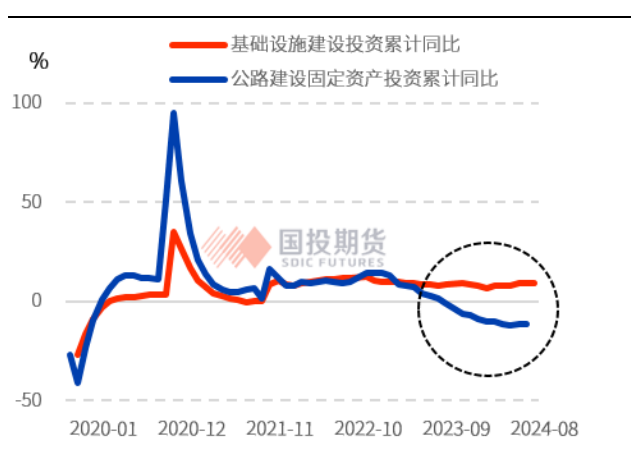
2.1.专项债资金对沥青道路需求提振有限

地方专项债作为拉动基建投资的重要资金来源，其额度在 2018 年(中美贸易摩擦)以来逐年扩张，在 2020 年(疫情冲击)经济下行压力增大以来持续居高位，此后新增限额增速进入瓶颈期。最新的中央经济工作会议指出要实施更加积极的财政政策，具体包括提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债以及增加地方政府专项债券的发行和使用,预计明年新增地方政府专项债将突破 2024 年 3.9 万亿限额。值得注意的是，近些年专项债资金投向领域逐渐扩宽,2018 年以前地方新增专项债资金优先投向土地储备、收费公路项目，2018 年 4 月财政部新增棚改专项债管理办法，随后专项债资金注入领域不断扩宽，2023 年新增新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施等，公路建设类固定资产投资受到挤压，其累计同比变化趋势与基建总体固定资产投资累计同比变化趋势有所背离。

专项债对沥青需求传导机制主要有两点:一是推动项目建设进程:公路建设项目从立项、规划到施工建设，每个环节的推进都意味着沥青需求的逐步实现;二是资金撬动效应:当项目获得专项债资金支持后有利于其吸引更多的社会资金参与进来，项目整体资金更加充裕，建设规模和速度可能提升，进而扩大对沥青的需求。因此，从专项债角度分析沥青消费需要进一步聚焦到公路领域项目。不难看出，专项债资金流向收费公

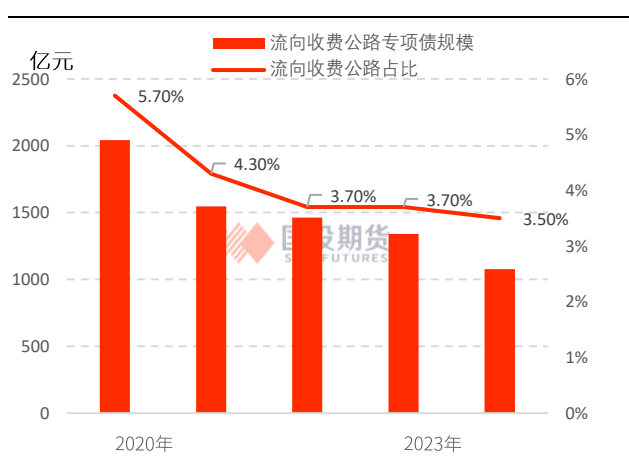
路领域的占比逐年下滑,数据显示地方政府专项债资金用途分布中收费公路项目占比在 2019 年为 6.6%,此后呈逐年下滑趋势,2022 年、2023 年维持在 3.7%的占比,2024 年截止目前占比仅为 3.5%;从规模来看,流向收费公路专项债规模自 2020 年达峰后亦逐年下滑。此外,还需考虑财政向新基建倾斜这一已有且未来将持续下去的趋势。综合来看,即便明年新增地方政府专项债规模同比增加,但流入道路建设领域的资金量不宜过于乐观看待,专项债资金对沥青道路需求提振预计有限。

图 4：基建与公路建设固投同比趋势背离



资料来源：Wind，国投期货

图 5：专项债流向收费公路规模及占比逐年下滑



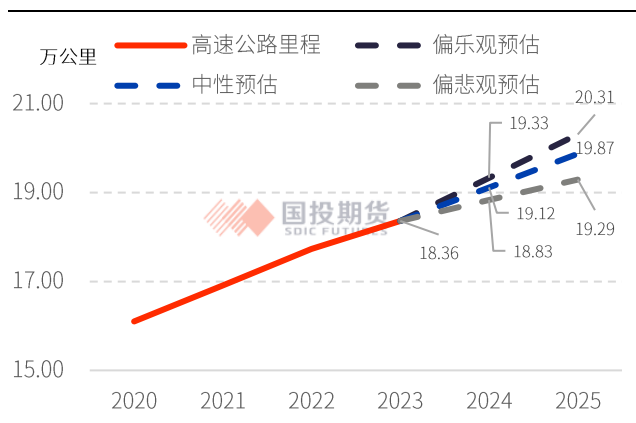
资料来源：企业预警通，国投期货

2.2.养护需求与新增需求呈现强弱分化

“十二五”期间，中国公路规划新增里程达到峰值 49.2 万公里，此后经济发展较好的地区或省份交通基础设施已发展较为健全，公路里程可待完善空间有限，而交通基础设施薄弱的地区可发展空间也逐年萎缩，“十四五”新增规划里程已较峰值下降 38.6%至 30.2 万公里。2011 年以来全国公路“十二五”、“十三五”期间新增里程累计完成率均超出规划，其中“十二五”公路新增里程累计完成率约为 115.7%，超额完成 7.73 万公里，十三五公路新增里程累计完成率为 146.9%，超额完成 19.81 万公里。根据过往五年规划完成率情况，我们对“十四五”规划完成率做三种预估分别是：超额完成 45%乐观预估；超额完成 30%中性预估以及超额完成 10%的偏悲观预估。与之相对应的是，若以“十四五”总计超额完成新增规划 10%预估，则 2024-2025 年年均新增公路里程 4.67 万公里，较过去三年的 7.96 万公里均值明显回落；若以“十

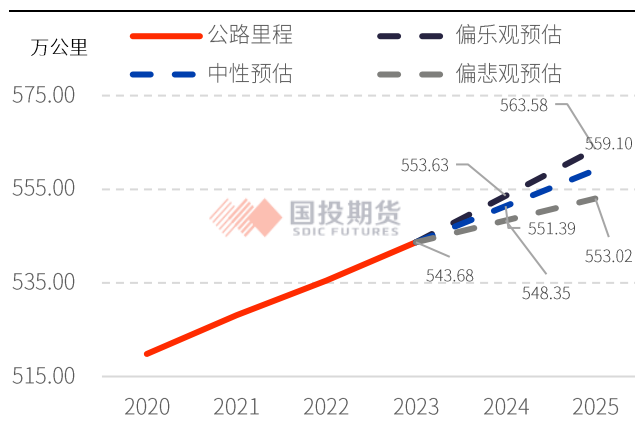
“十四五”总计超额完成新增规划 30%预估，则 2024-2025 年年均新增公路里程 7.71 万公里，较过去三年的 7.96 万公里均值小幅减少；若以“十四五”总计超额完成新增规划 45%预估，则 2024-2025 年年均新增公路里程 9.95 万公里，较过去三年的 7.96 万公里均值增加。

图 6：高速公路里程预估



资料来源：Wind，国投期货

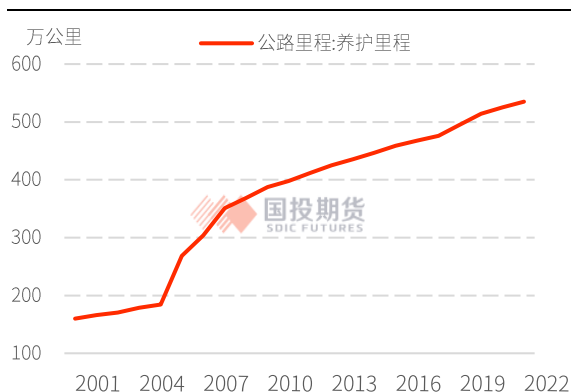
图 7：公路里程预估



资料来源：Wind，国投期货

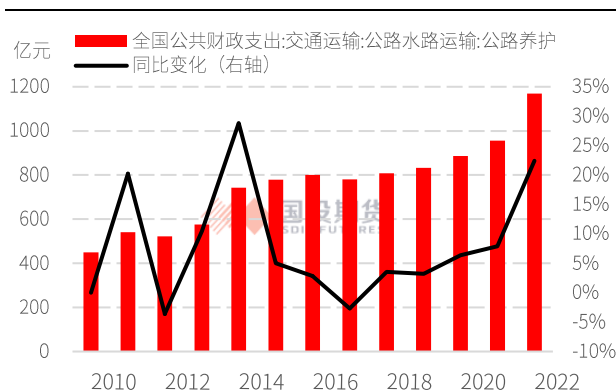
新增公路里程规划在“十二五”显现出达峰趋势，此后年均新增公路里程数明显回落，主要因为我国公路建设投资在全国完成交通固定资产投资占比常年维持在 60%以上，历经多年发展，全国公路里程可待完善空间逐渐收缩。然而，随着早期建设的公路逐步进入养护期，养护公路里程逐年增长，全国公共财政在公路养护方面的支出在经历 2015-2017 年同比低增长甚至负增长的时期后自 2018 年以来始终维持同比正增长，尤其是 2021 年、2022 年公路养护支出年度同比增速分别高达 7.9%、22.4%，沥青道路需求中养护需求与新增需求呈现强弱分化趋势。

图 8：养护公路里程



资料来源：iFinD，国投期货

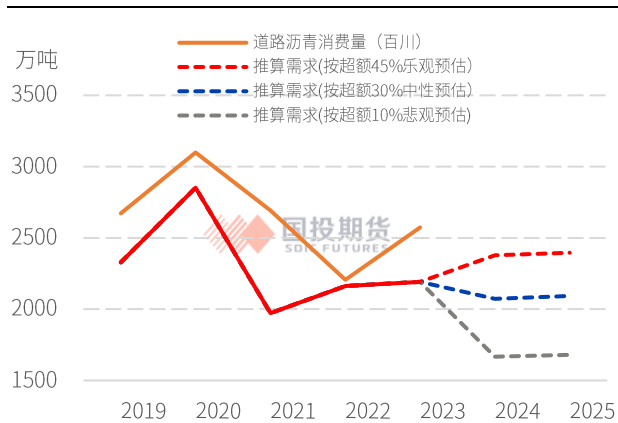
图 9：全国公共财政支出：公路养护



资料来源：iFinD，国投期货

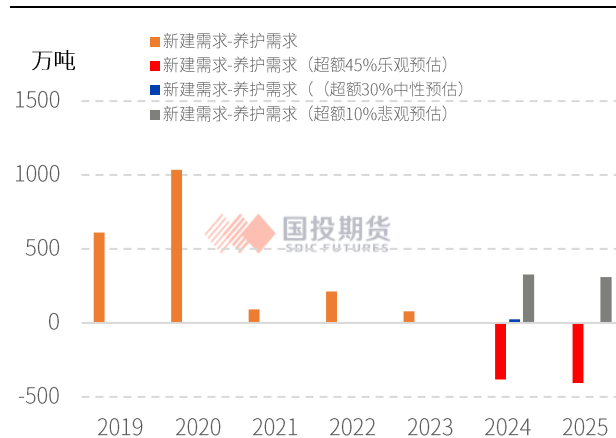
2021 年-2023 年道路沥青新增需求与养护需求的差值维持正值（即新建需求大于养护需求）但呈现逐年走缩趋势。在新增里程超额完成 45%乐观预估与超额 30%中性预估这两种情况下，2024 年、2025 年道路新增需求对养护需求均维持正值，而在超额完成 10%的偏悲观情况下，2024 年、2025 年养护需求将超越新建需求，有望成为沥青道路需求的核心驱动。据悲观、中性、乐观三种情况预估 2025 年新建需求及养护需求和值同比 2024 年增长分别为 0.9%、1.2%及 1.1%。

图 10：道路新建与养护沥青消费量和值预估



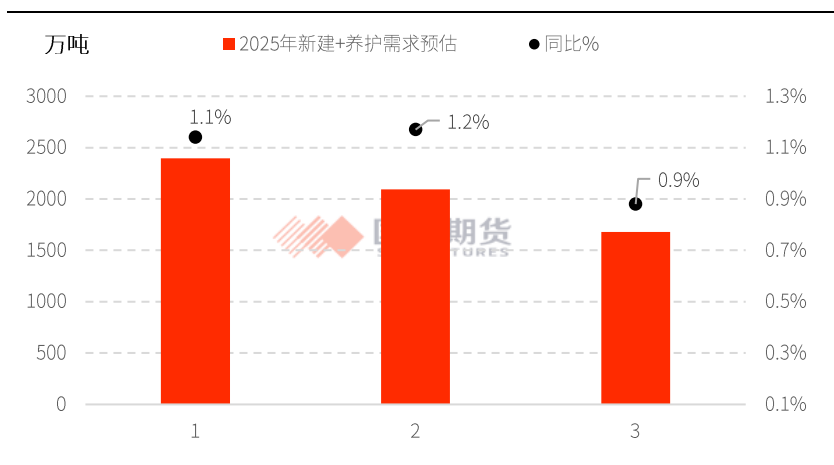
资料来源：交通运输部，百川，国投期货

图 11：道路新建与养护沥青消费量差值预估



资料来源：交通运输部，国投期货

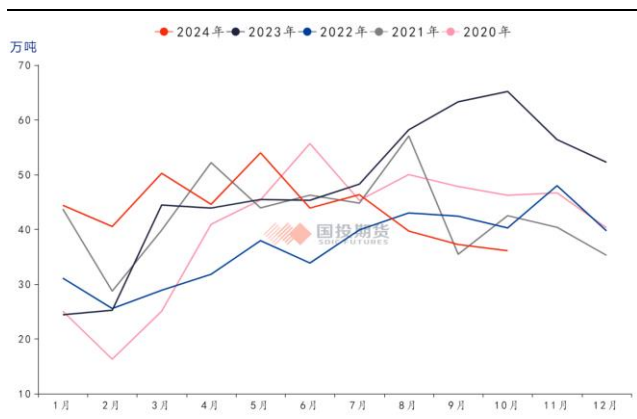
图 12：2025 年道路新建与养护沥青消费量同比预测



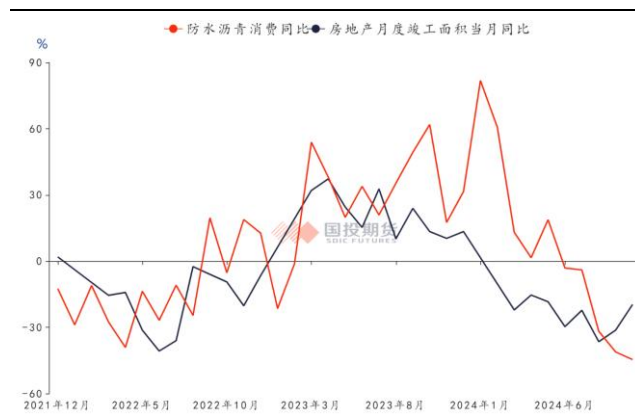
资料来源：交通运输部，国投期货

2.3. 明年沥青防水消费亮点不足

沥青防水消费主要是用于生产改性沥青防水卷材，其在房屋的基础建设、屋面施工等阶段会陆续使用到防水沥青，当房地产竣工面积增多时，意味着将有更多的建筑实体进入到需要完善防水设施的阶段，这将直接拉动防水沥青需求，因此防水沥青需求与房地产竣工面积之间存在着紧密的正向关联。2023 年受保交楼政策下房地产竣工前后防水卷材消耗增加，沥青防水需求量增速明显，2024 年房地产竣工进入下行期，逐步传导至防水沥青需求，下半年沥青防水需求同比走弱。自今年 9 月 26 日召开的中共中央政治局会议定调“要促进房地产市场止跌回稳”以来，支持房地产市场发展的政策不断加码，12 月中央经济工作会议定调稳楼市，进一步明确了明年房地产领域的政策方向，然而当下房地产行业仍处于止跌过程中。如前所述，防水沥青需求在地产施工到一定进度才有实际提升，故从政策利好消息面的提振转化成防水消费的实质提升前仍有一段路要走，明年沥青防水需求预计亮点不足。

图 13：防水方向沥青消费


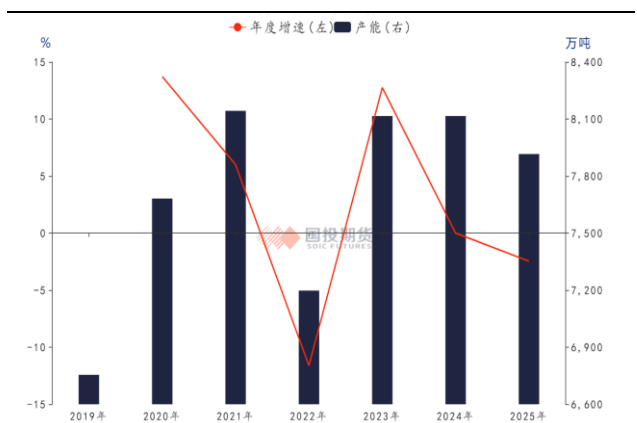
资料来源：百川，国投期货

图 14：防水沥青消费与房地产竣工面积


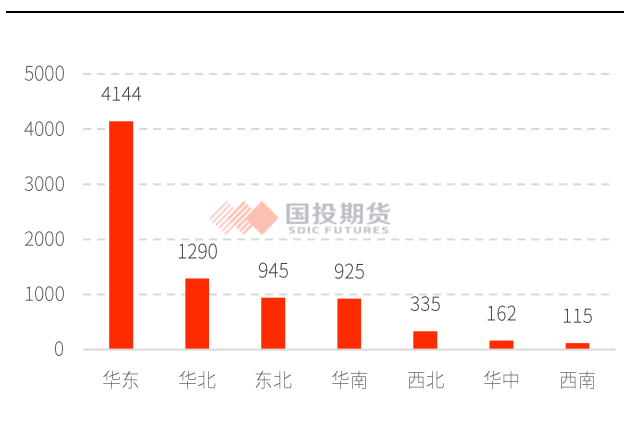
资料来源：Wind，国投期货

3.供应展望

据百川数据，国内沥青产能在 2023 年迎来峰值——8116 万吨，2024 年基本维持这一峰值水平。进入 2025 年，预计淘汰新疆塔星、河北黄骅燕捷、山东无棣鑫岳、中石油四川石化四家公司沥青产能，共计减少 225 万吨沥青产能，预计新增辽宁臻德，产能 25 万吨，故预计 2025 年沥青产能净减少 200 万吨至 7916 万吨，这一水平仍远大于近五年产量最高水平，沥青行业延续产能严重过剩态势。分地区来看，2025 年华东、华北地区仍稳居产能前两位，东北地区有望超越华南地区位列第三。

图 15：沥青产能及年度增速


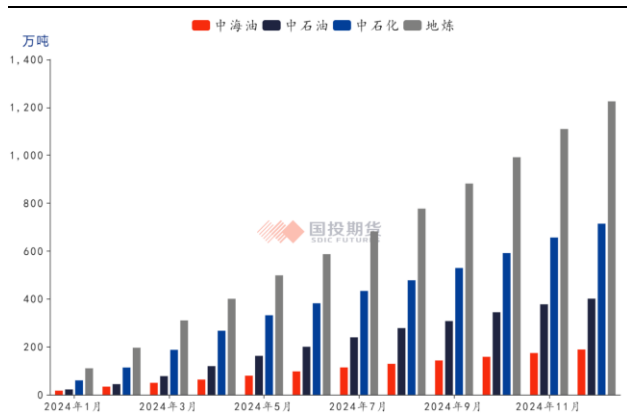
资料来源：百川，国投期货

图 16：预计 2025 年沥青产能—分地区


资料来源：百川，国投期货

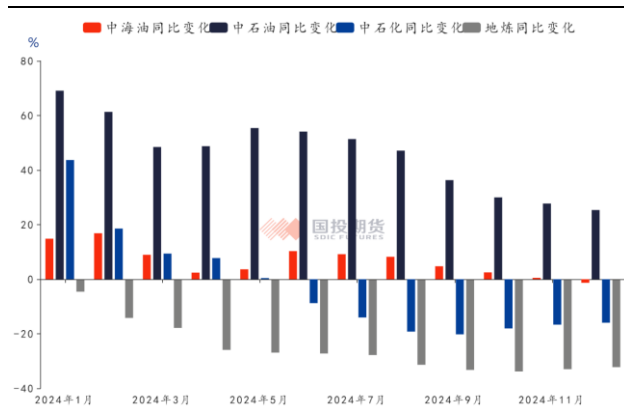
2024 年国内沥青产量下降，数据显示，1-11 月沥青累计产量 2325 万吨，同比 2023 年 1-11 月累计产量减少 587 万吨或下降 20.2%，预估 12 月全国沥青产量 212 万吨，全年预计产量 2537 万吨，同比 2023 年减少 632 万吨或下降-19.9%。具体来看，地方炼厂全年产量预计 1225 万吨，同比减少 583 万吨 (-32%)；中石化预计 720 万吨，同比减少 130 万吨 (-15%)；中石油预计 404 万吨，同比增加 84 万吨 (+26%)；中海油预计 188 万吨，同比减少 3 万吨 (-2%)。山东地炼在今年沥青减产中扮演主力军，山东炼厂 2024 年 1-11 月合计产量 720 万吨，同比 2023 年 1-11 月合计产量 1125 万吨减少 405 万吨或 36%，山东炼厂沥青产量降幅占全国降幅的 69%，这一占比远大于近些年山东产量占全国产量比例的上限，可见山东炼厂减产力度之大。税务政策继续趋严，若明年关于燃料油、稀释沥青等非配额原料进口环节消费税抵扣政策的调整全面展开，将使无配额炼厂生产成本增加，明年山东炼厂生产积极性继续被打压，产量大概率维持较低水平。

图 17：沥青月度产量累计值（12 月预估）

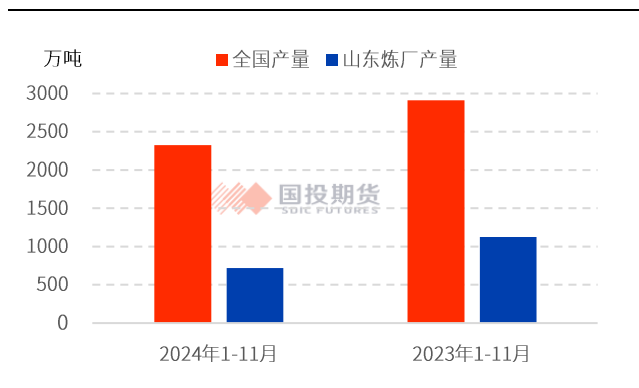


资料来源：百川，国投期货

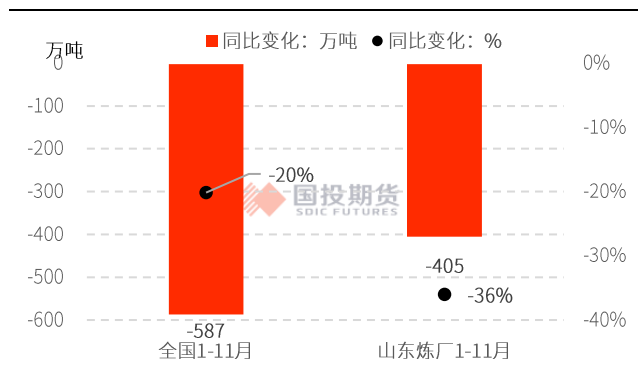
图 18：沥青月产累计同比变化（12 月为预估）



资料来源：百川，国投期货

图 19：全国及山东 1-11 月沥青产量


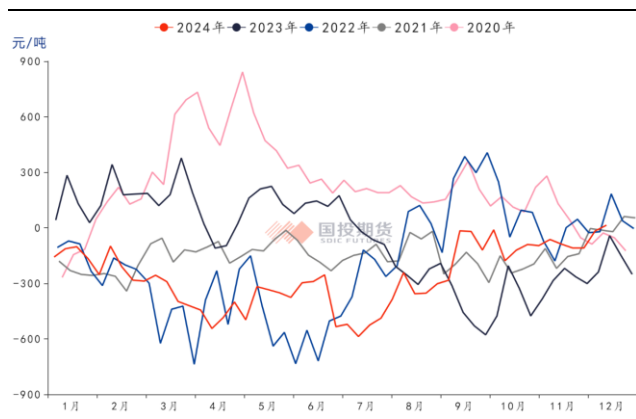
资料来源：百川，国投期货

图 20：2024 全国及山东 1-11 月沥青产量变化


资料来源：百川，国投期货

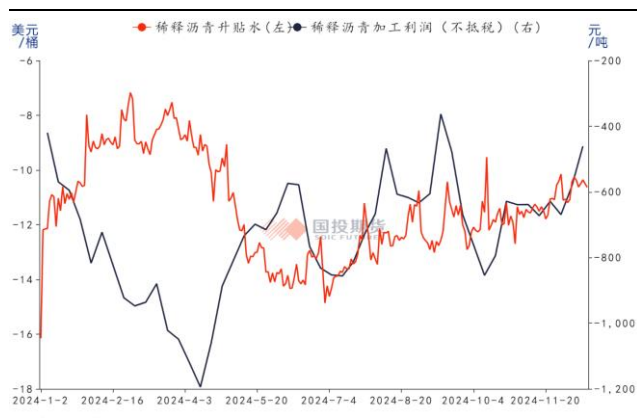
产能过剩背景下，沥青供应弹性增大，炼厂利润是该弹性的调节器，生产沥青利润好时炼厂生产意愿高，而当利润差时炼厂生产意愿低。从生产沥青角度来看，炼厂有单一型炼厂（沥青为主产品）与综合型炼厂（成品油为主产品）。影响单一型炼厂开工情况的决定因素是沥青利润，该类型炼厂多以稀释沥青为原料，2024 年稀释沥青升贴水处于近三年同期绝对高位，1-4 月更曾到达[-9,-7]美元/桶的高位区间，炼厂加工稀释沥青的利润受到严重损害故压制炼厂生产意愿，虽有部分炼厂以进口残渣燃料油等重质油品作为补充原料，但产沥青量有限。至于综合型炼厂沥青产量的下滑，主要原因有二：其一，今年炼厂综合炼油利润较差，炼厂维持较低的开工率，沥青产量自然受到限制；其二，对于有些综合炼厂而言沥青属于副产品，在其他产品利润较好时炼厂出于利益考量会进行转产。今年渣油延迟焦化利润与沥青利润差值处于近五年同期绝对高位，故经常有炼厂转产焦化料，频繁的转产行为亦导致沥青产量较低。从直观数据来看，今年国内炼厂沥青产能利用率始终维持在低位，甚至在传统旺季，炼厂非但没有遵循往年提产规律依旧坚定贯彻减产操作。

图 21：沥青行业毛利



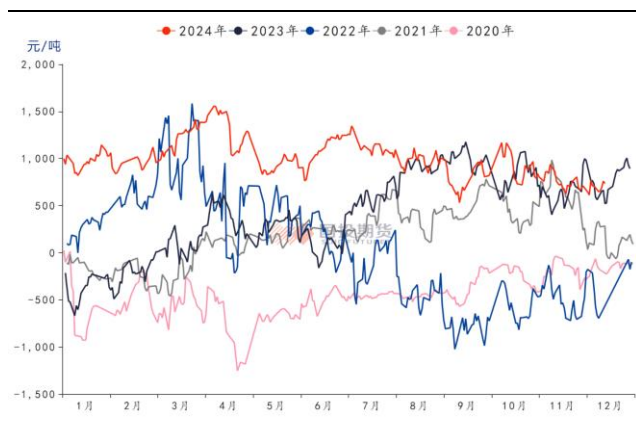
资料来源：百川，国投期货

图 22：稀释沥青升贴水及加工利润



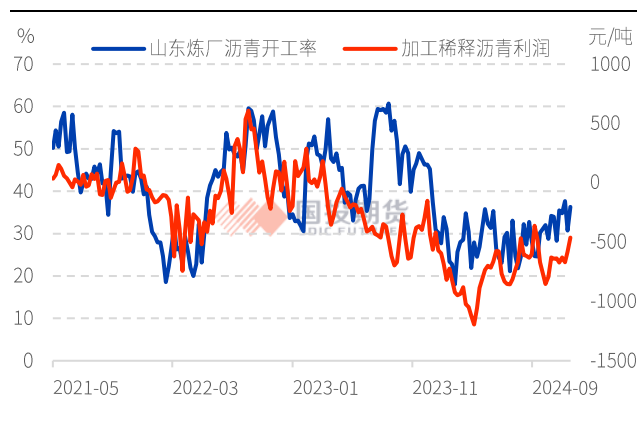
资料来源：钢联，同花顺，国投期货

图 23：渣油延迟焦化与沥青利润差



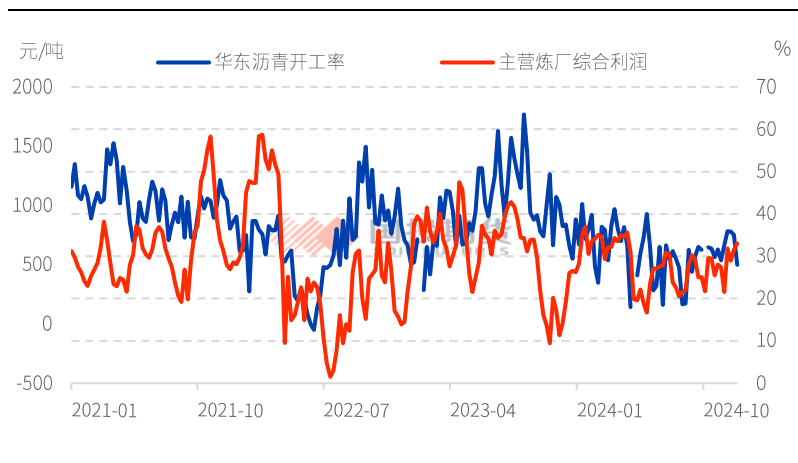
资料来源：卓创，国投期货

图 24：加工稀释沥青利润及山东炼厂沥青开工率



资料来源：钢联，同花顺，国投期货

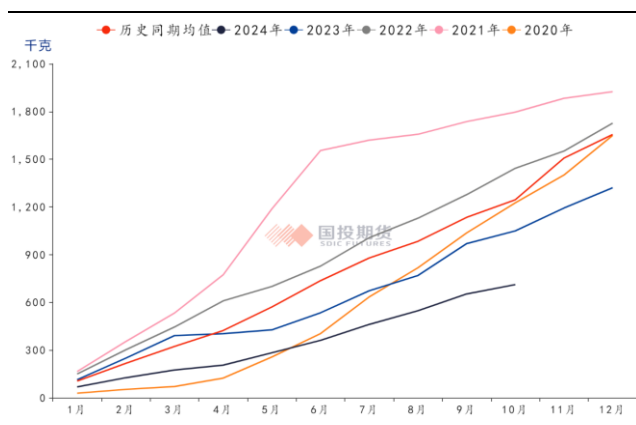
图 25：主营炼厂综合利润及华东沥青开工率



资料来源：钢联，国投期货

2024 年稀释沥青进口量下降明显，1-10 月累计进口稀释沥青 712 万吨，同比下降 338 万吨或-32%，是近五年同期累计值最低水平，据市场消息中国自委内瑞拉进口稀释沥青给出的贴水相较于其他购买国家不具有优势，委内瑞拉稀释沥青流向印度、美国、欧洲等地的量增加而流向中国的量减少，稀释沥青港口库存水平一直较低，年底稀释沥青港口库存位于绝对低位水平。

图 26：稀释沥青进口量



资料来源：Wind，国投期货

图 27：稀释沥青港口库存

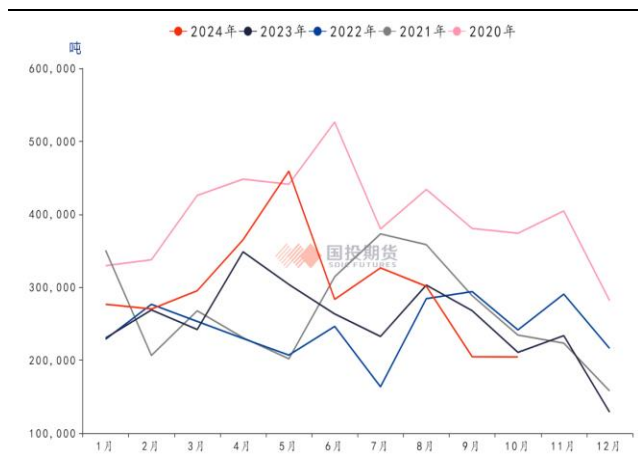


资料来源：钢联，国投期货

今年中东地区以更低的价格优势一跃成为我国最大进口来源地区，相比较而言，韩国、新加坡的沥青进口成本较高，故流入我国的量有明显下滑，2024 年 1-10 月我国进口沥青 299 万吨，同比上涨 32 万吨（+12%），但考虑到沥青进口量近些年回落趋势明显，低基数效应下进口同比增长难以改变沥青进口依存

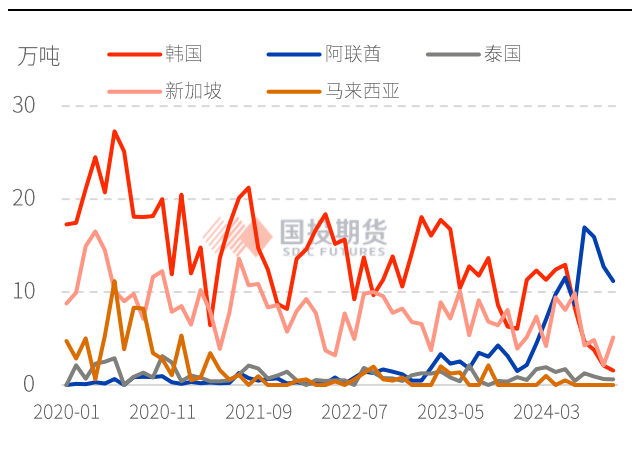
度仍维持在较低水平的趋势，预计明年沥青进口量难以有大的提升。

图 28：沥青进口量



资料来源：钢联，国投期货

图 29：我国石油沥青进口来源



资料来源：海关总署，国投期货

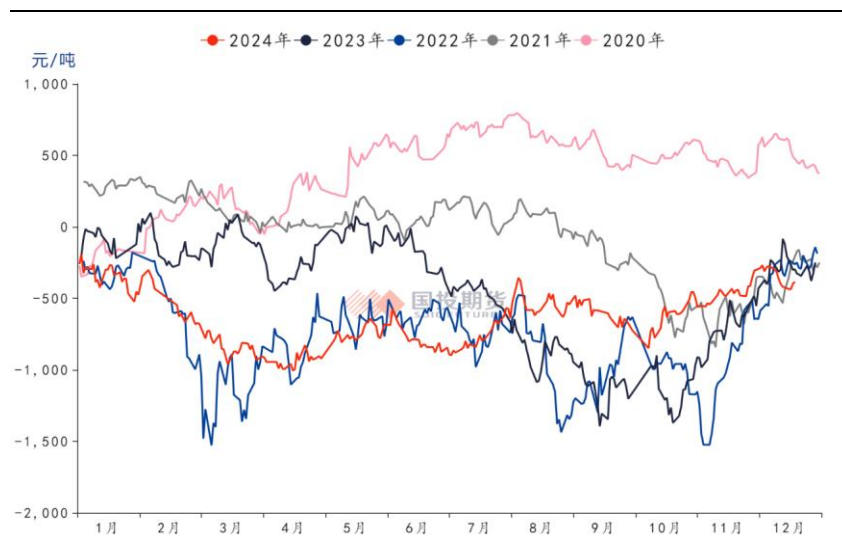
4.2025 年行情&策略展望

展望 2025 年，特朗普上台后对委内瑞拉制裁或趋严，若委内瑞拉原油出口分流受限则流入中国资源将回升，但全球重油偏紧格局延续下稀释沥青贴水下行空间或有限。随着税务政策趋严，若明年关于燃料油、稀释沥青等非配额原料进口环节消费税抵扣政策的调整全面展开，将使无配额炼厂生产成本增加，地炼处境雪上加霜，明年地炼沥青供应将维持在较低水平。成品油作为炼厂综合利润的核心，在汽柴油消费承压，汽柴煤油出口退税率下调导致出口利润降低的影响下，明年成品油裂解大概率仍表现疲弱，压制主营炼厂开工负荷的提升空间，主营炼厂副产沥青产量预计维持在较低水平。需求方面，明年地方政府新增专项债规模有望突破 2024 年限额，专项债资金投放领域扩宽以及向新基建倾斜或导致专项债流入沥青相关的公路项目增量有限。在新建公路逐渐缩窄大势已定的情况下，道路养护方向的沥青需求崛起，悲观预估下沥青道路需求固然难以重回疫后高基建时期水平，但同比 2024 年仍能实现正增长。

沥青作为原油下游产品，长期来看与原油保持较高相关性，预计明年原油中枢下移，成本端对沥青价格难以提供有力支撑。自身基本面而言，基于前文关于 2025 年的沥青需求预测，需求即便是在悲观预估情况下，道路沥青新建及养护需求预计仍同比增长 0.9%，中性或乐观预估情况下同比增长超过 1%，但防水需

求亮点不足。目前沥青行业利润经历长期熊市形成低供应、低库存格局,裂解价差向上的弹性可能放大,但需等待利好经济政策转化成对需求的实质提振,因此可重点关注超预期需求增量的落地节点,届时做多沥青裂解价差值得关注。

图 30: BU-SC 裂解价差



资料来源: Wind, 国投期货

【免责声明】

国投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。

国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

