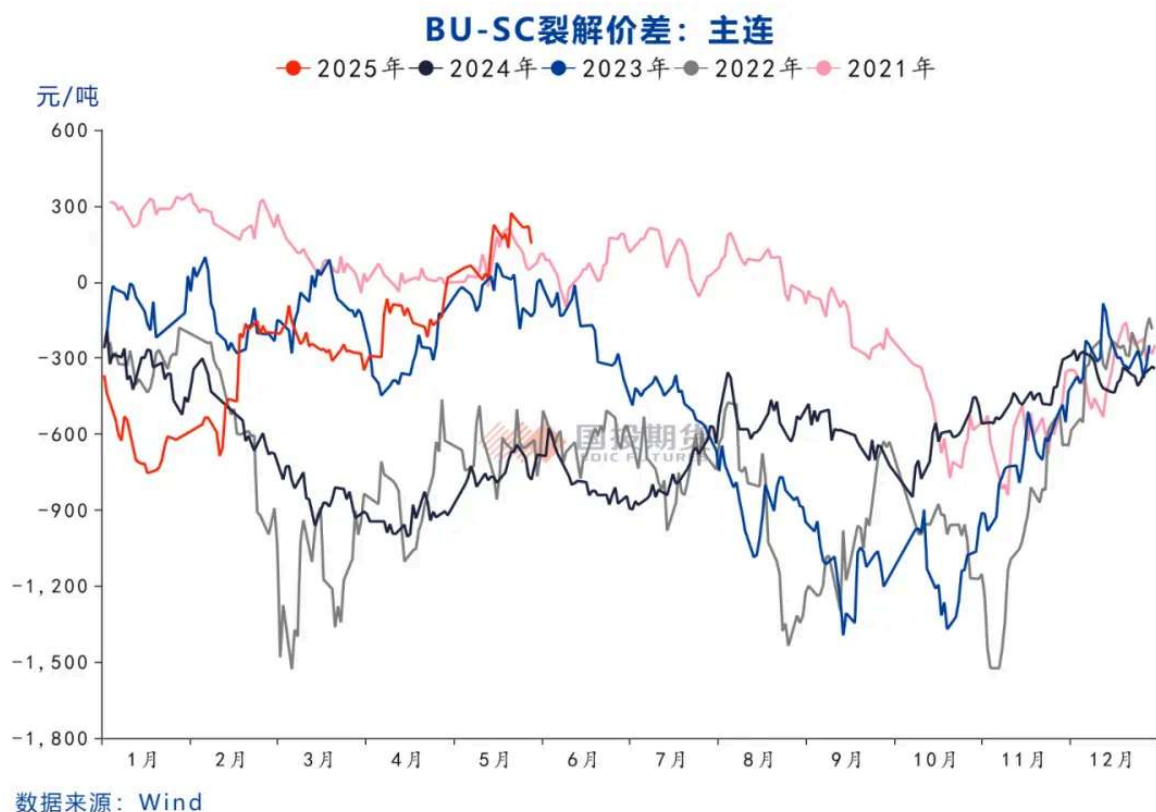


【点石成金】沥青：BU裂解难言转势

原创 王盈敏 国投期货研究院 2025年05月29日 17:43 北京

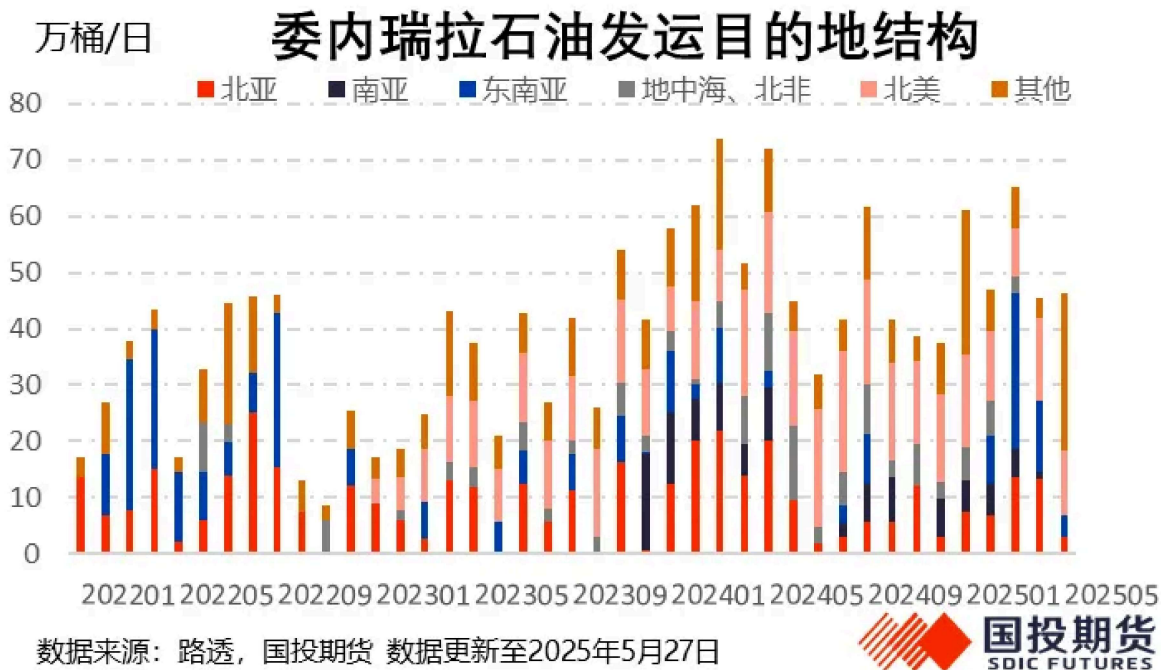
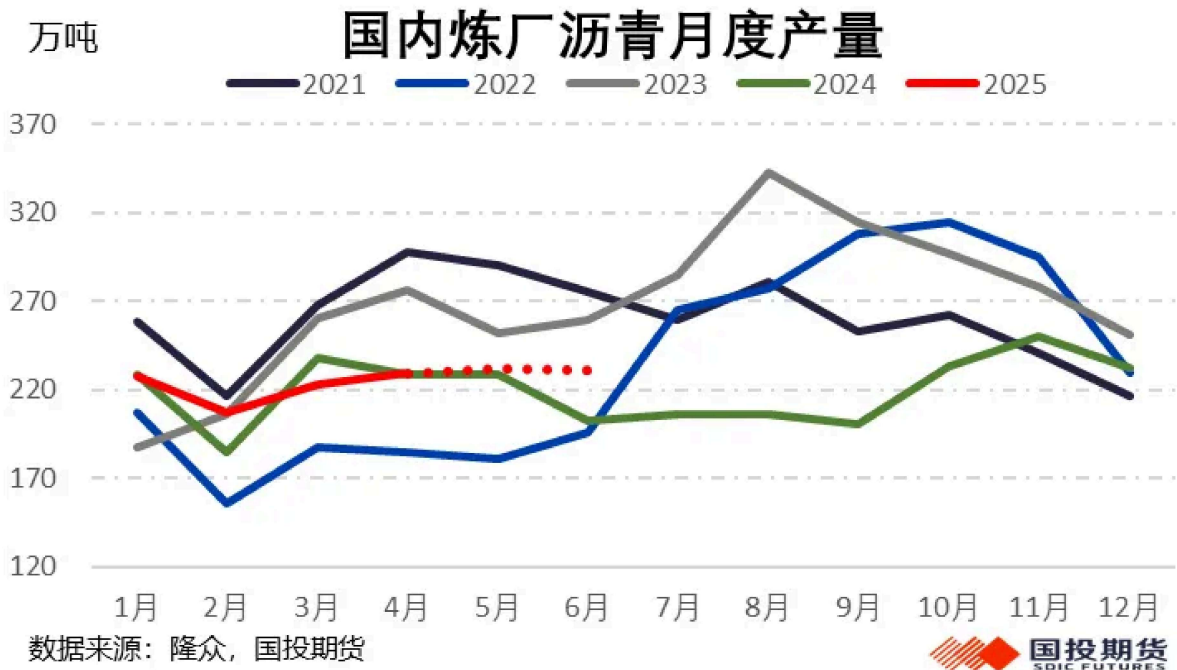
2025年3月5日曾发布报告 【点石成金】沥青：关注逢回调多BU裂解机会，报告中推荐择机逢回调布局多BU空SC裂解策略。复盘3月以来行情发现BU裂解价差持续上行，在5月下旬到达近五年同期绝对高位，以BU2506-6.6*SC2506为例，从3月5日169涨至5月22日586。本周BU裂解价差呈下行状态，但我们认为这属于阶段性回调压力，裂解走强的趋势尚未发生反转。如2024年12月21日发布的沥青年度策略报告中提到沥青行业利润经历长期熊市形成低供应、低库存格局，2025年裂解价差向上弹性放大的基调未改，此前3月报告亦提示平衡表预估行业有望在5月底结束累库，6月提前开启去库。目前跟踪的样本社会库与厂库数据显示5月去库23万吨，基本符合此前预估。



一、供应增加韧性不足

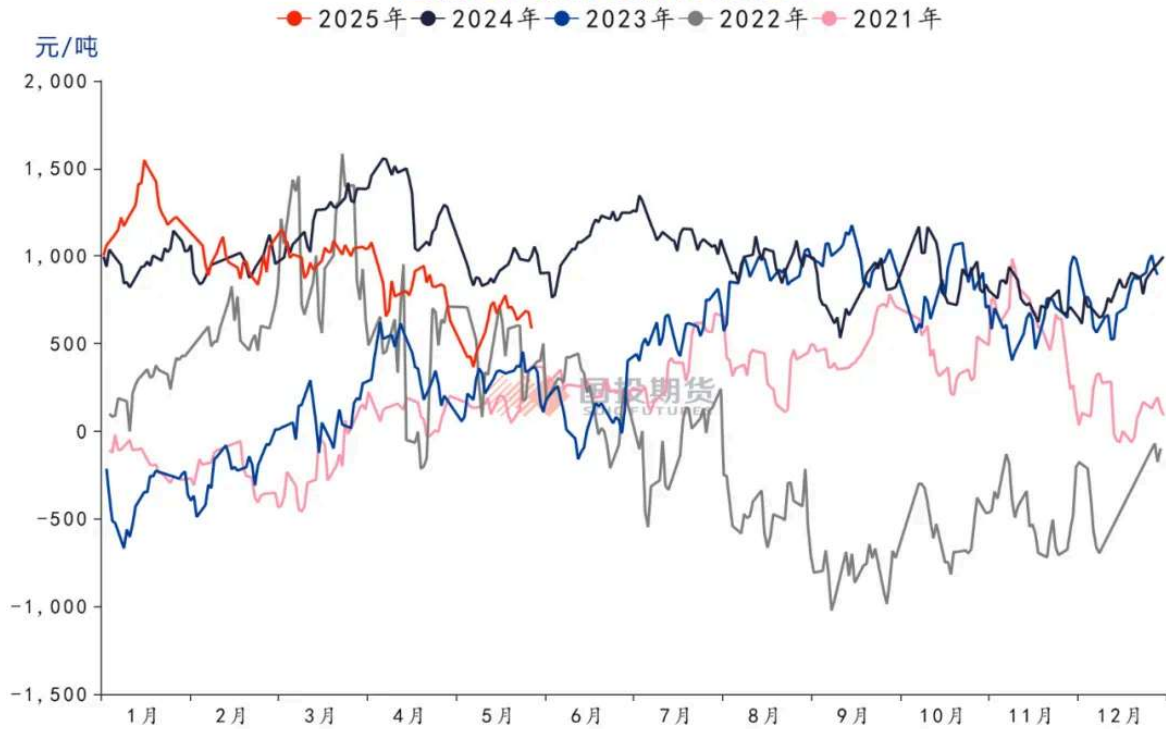
6月国内炼厂计划排产231万吨，环比几乎持平，同比增加明显。具体来看，地炼6月排产131万吨，同比增长37万吨，一方面京博海南装置自2025年以来月度产量同比增长20万吨左右，另一方面，有原油配额的地炼加生产沥青利润尚可，地炼频有提产或转产沥青行为。但随着原油配额逐渐消耗，后续地炼增产缺乏韧性。至于稀释沥青，5月27号是美国政府对此前许可证中规定的委内瑞拉向美国出口石油缓冲期的最后一天，根据特朗普政府新的授权，雪佛龙不得在委内瑞拉运营油田、出口石油或扩大业务。市场曾预期缓冲期到期后美国分流减少，流向国内稀释沥青资源增加会导致稀释沥青贴水下降。我们在此前供应专题报告 【国投期货|能源评论】沥青系列报告之（一）：供应专题中提到委内瑞拉稀释剂供应脆弱性是其原油出口的主要障碍及稀释沥青贴水难有大幅下滑的观点。IEA月报中提到委内瑞拉4月份原油产量环比下降13万桶/天至84万桶/天。此外，4月委内进口稀释剂主要来自美国而5月初有俄罗斯和伊朗货源，这表明委内开始寻找替代品，转向俄罗斯和伊朗货源需要调整供应链且面临被美国二次制裁风险，故委内完成供应链调整后其原油产量提升空间暂不宜过度乐观。从路透船期数据来看，即便流向美国的

委内油在下降，但流向北亚的量未见增长甚至仍在低位。6月稀释沥青贴水报价环比仅下滑0.5美元/桶至-6.5美元/桶，地炼加工稀释沥青理论亏损严重，港口稀释沥青库存始终维持在绝对低位。



主营方面，中石油、中海油6月排产分别为44万吨、16万吨，稳中小增；中石化排产环比、同比均下滑明显拖累主营6月整体排产环比下滑10万吨，同比下滑8万吨。中石化部分炼厂装置故障且焦化利润与沥青利润差值从5月上旬有明显抬升后有炼厂转产渣油。5月炼厂检修高峰即将结束，但综合炼油利润与主产品出口利润欠佳的情况并未发生改变，主营提升开工率意愿不足，沥青作为综合炼厂的副产品其供应难言乐观。

渣油延迟焦化与沥青利润差

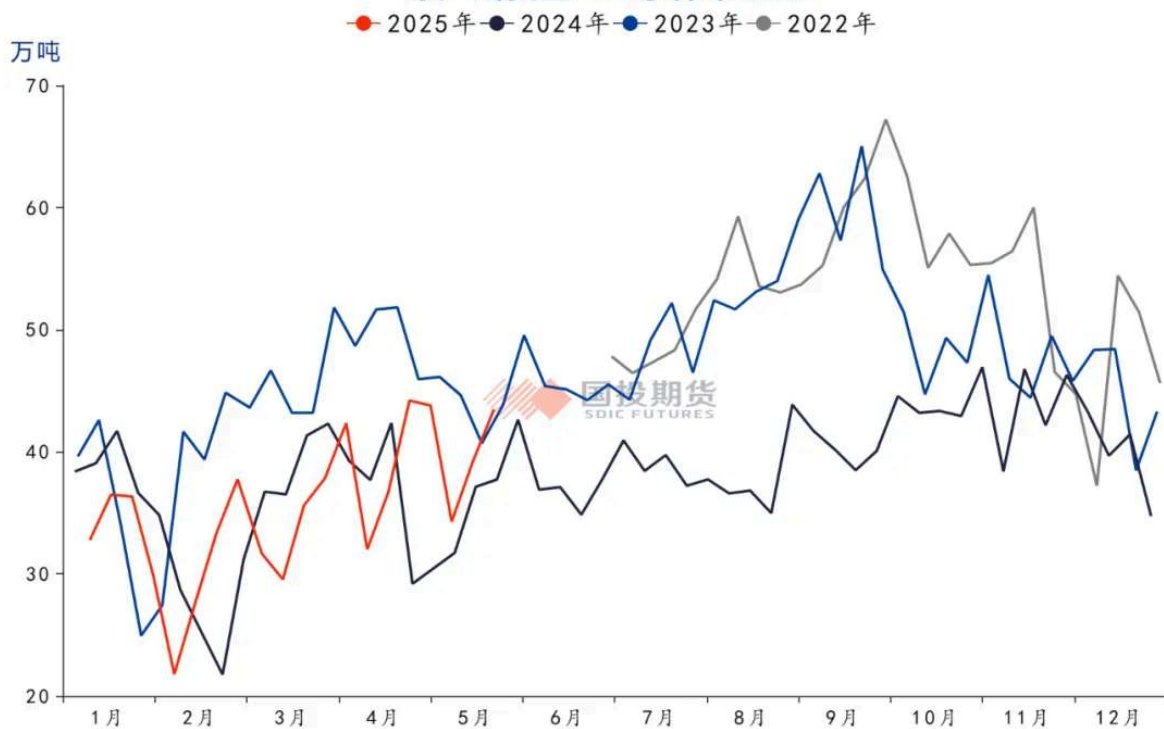


数据来源：卓创

二、需求季节性提升兑现，但实质驱动仍需等待

54家沥青样本炼厂出货情况自4月下旬持续好转，截至5月底，累计出货量750万吨，同比持平。这表明需求除季节性环比改善外尚未迎来实质上行驱动。我们注意到压路机销量与需求相关性较高且时效性强，能灵敏指示沥青需求变化。计量经济学模型VAR的脉冲响应分析结果显示，压路机销量为沥青需求领先指标，通常为3-4个月。2025年1-4月压路机销量同比增长29%，沥青需求领先指标向好，终端需求实质提振仍需等待。

炼厂出货量-54家样本企业



数据来源：我的钢铁网

综上，供应增加缺乏韧性，需求预期向好，平衡表预估去库趋势延续且库存水平偏低，BU裂解价差短期遭遇阶段性回调压力，但走强趋势难言反转。

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的客户，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。



长按关注国投期货研究院

