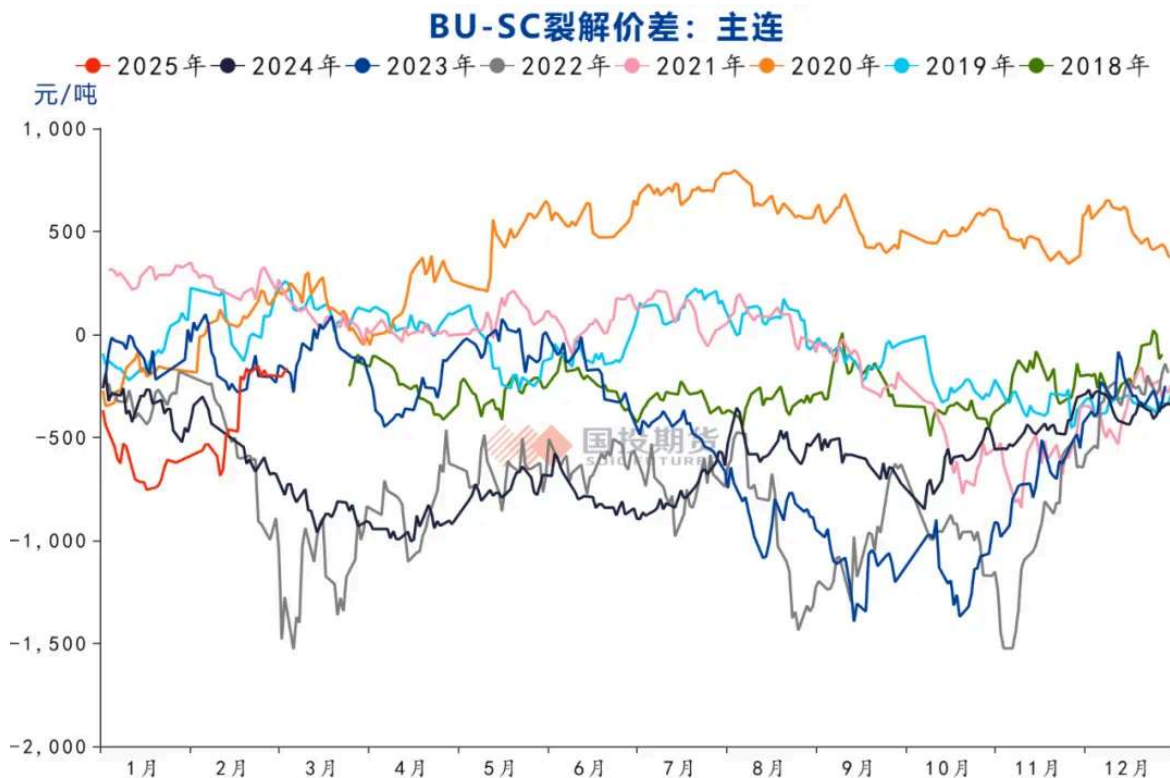


【点石成金】沥青：关注逢回调多BU裂解机会

原创 王盈敏 国投期货研究院 2025年03月05日 17:17 北京

我们曾在2024年12月21日发布的2025年度沥青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，做多沥青裂解价差值得关注。2月以来沥青在油品期货表现中表现偏强，BU-SC主连裂解得以走强。



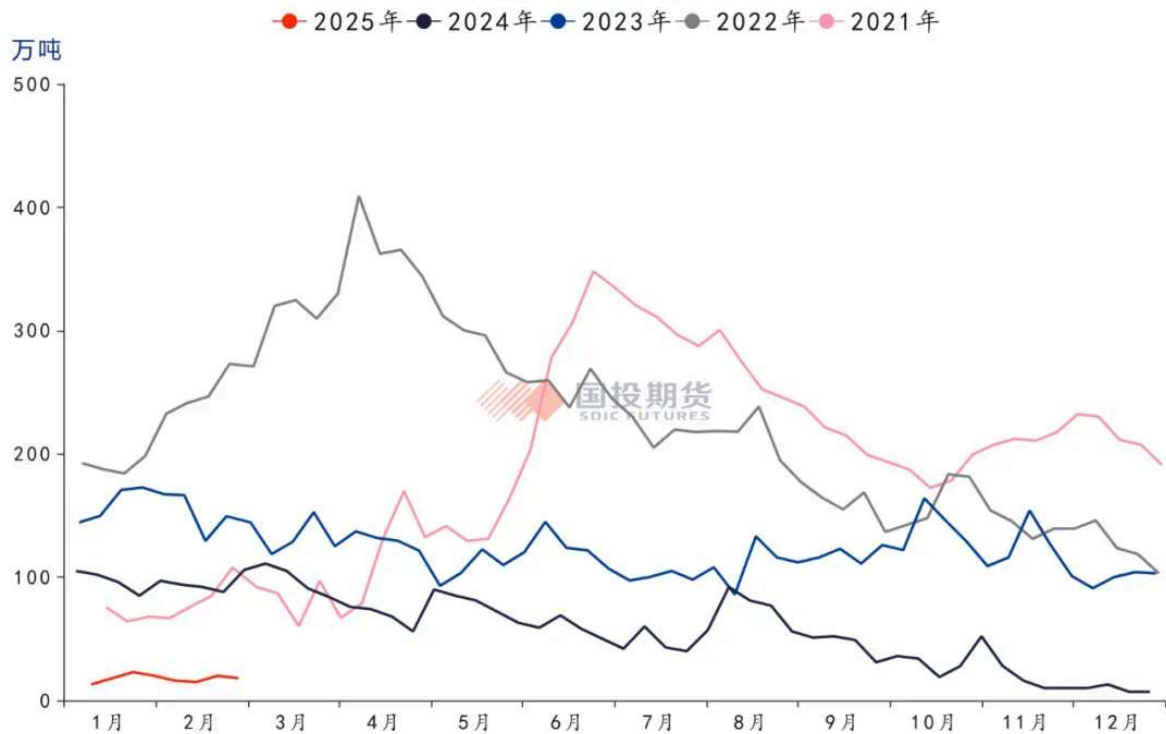
数据来源：Wind

一、供应紧张格局预计延续

美国财政部发布消息自2025年3月4日起，第41号通用许可证将被第41A号通用许可证完全取代，而根据新的许可证雪佛龙公司将不再依据此前惯例有6个月缓冲期而是在4月3日以后不能在委内从事油气业务。此前美国政府宣布撤销豁免政策，市场曾预期这将使流向中国的稀释沥青资源增加，导致贴水下行，引发沥青期货盘面一度下行。船期数据显示3月以来委油发往北亚地区资源仍明显偏低，2025年2月稀释沥青贴水为-7美元/桶，3月5日金联创公布的3月中上旬贴水报价为-6.5美元/桶，中下旬贴水报价升至-6美元/桶，4月贴水报价高达-5.5美元/桶附近，相比豁免消息发布前远月贴水报价非但没有下降反而上涨0.5~1美元/桶。2024年12月21日我们发布的2025年度策略报告中提到即便特朗普上台后对委内瑞拉制裁趋严，导致委油出口分流受限导致流入中国资源回升，但稀释沥青贴水下行空间或有限。主要因考虑到油价预期走低以及全球仍处重油偏紧格局，目前来看这一观点暂难证伪，再加上燃料油消费税按产品收率抵扣导致抵扣比例下降，不同地炼生产成本上升200~600元/吨，综上，我们认为上半年稀释沥青加工利润持续受到压制。

同时，燃料油关税由1%提升至3%，增加了以进口残渣燃料油为原料的炼厂成本，对沥青供应产生利空影响。2月山东、天津周边主港到货的进口原料用燃料油及稀释沥青均不足30万吨，3月进口燃料油到货预期继续下降，当前稀释沥青港口库存处于绝对低位。

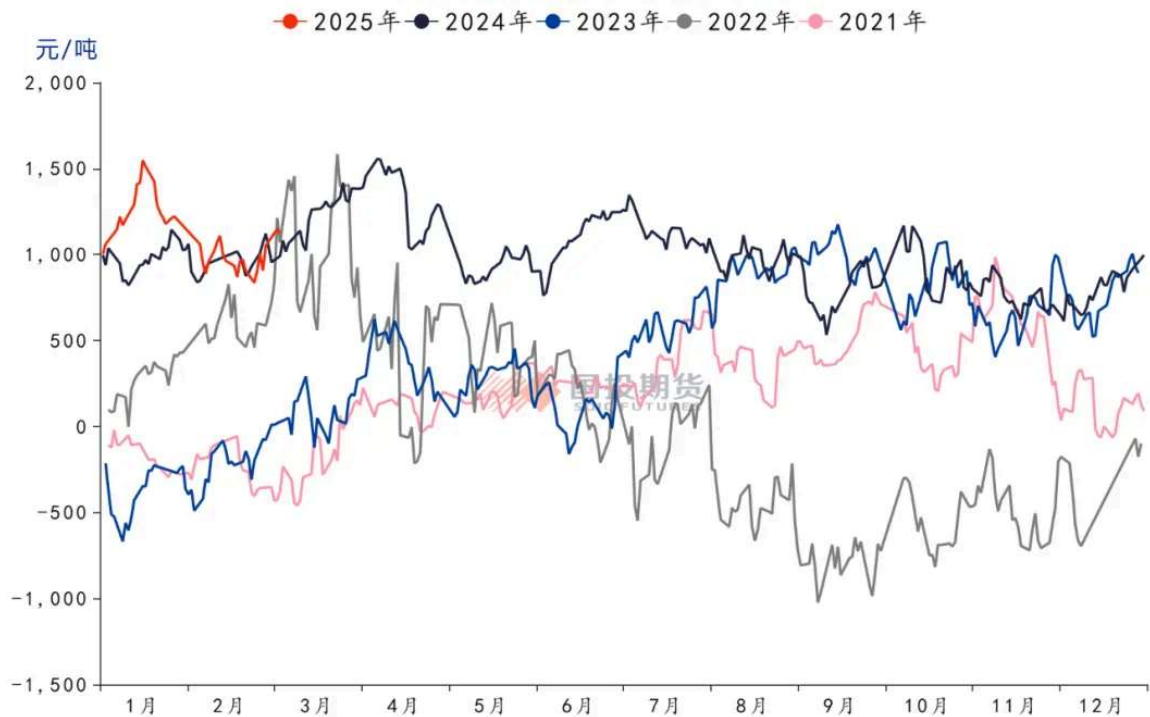
稀释沥青港口库存



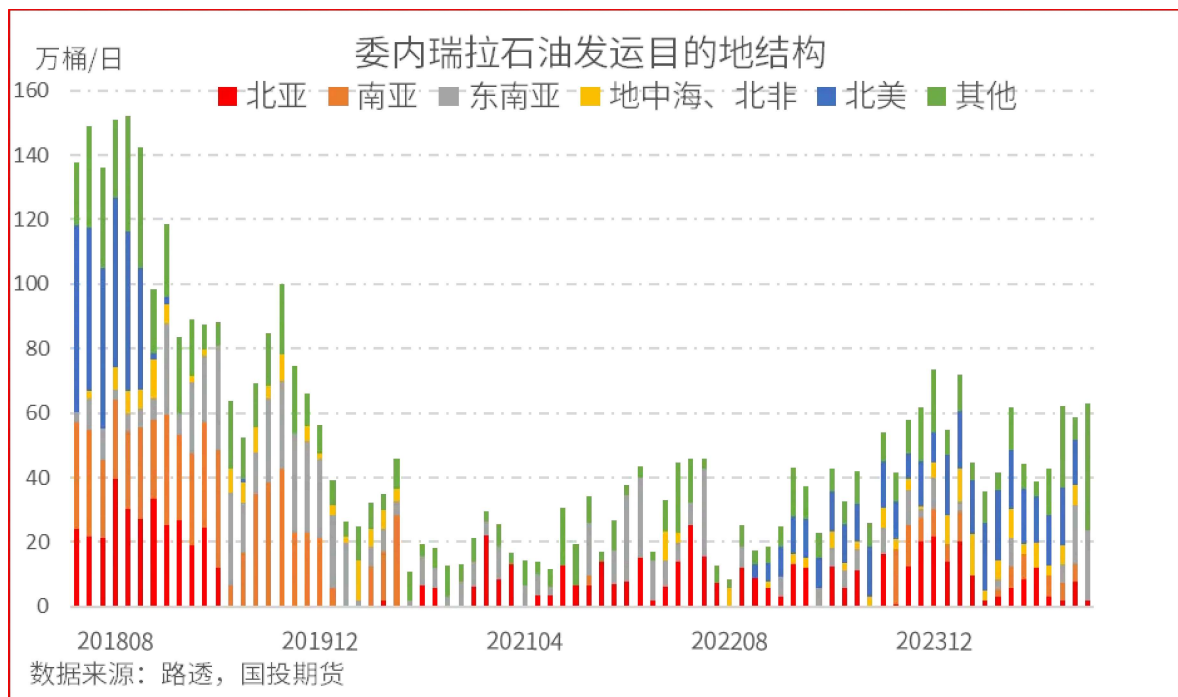
数据来源：我的钢铁网

主营炼厂综合炼油利润不佳，限制了开工负荷的提升空间，据炼厂检修计划来看，2025年炼厂检修规模大于2024年且集中在3-5月，检修规模扩大预期将压制整体开工率，沥青作为综合炼厂的副产品其供应受到整体检修损失的影响。此外，综合炼厂处于利益考量会转产高利润产品，进入2025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，部分炼厂多产渣油，分流了沥青供应，导致沥青产量难以提升。柴油需求随着全国各地工矿基建开工率提升而预期好转，且高频指标显示柴油终端需求回暖进度有所加快，柴油走强有望继续给予焦化料提振。

渣油延迟焦化与沥青利润差



数据来源：卓创

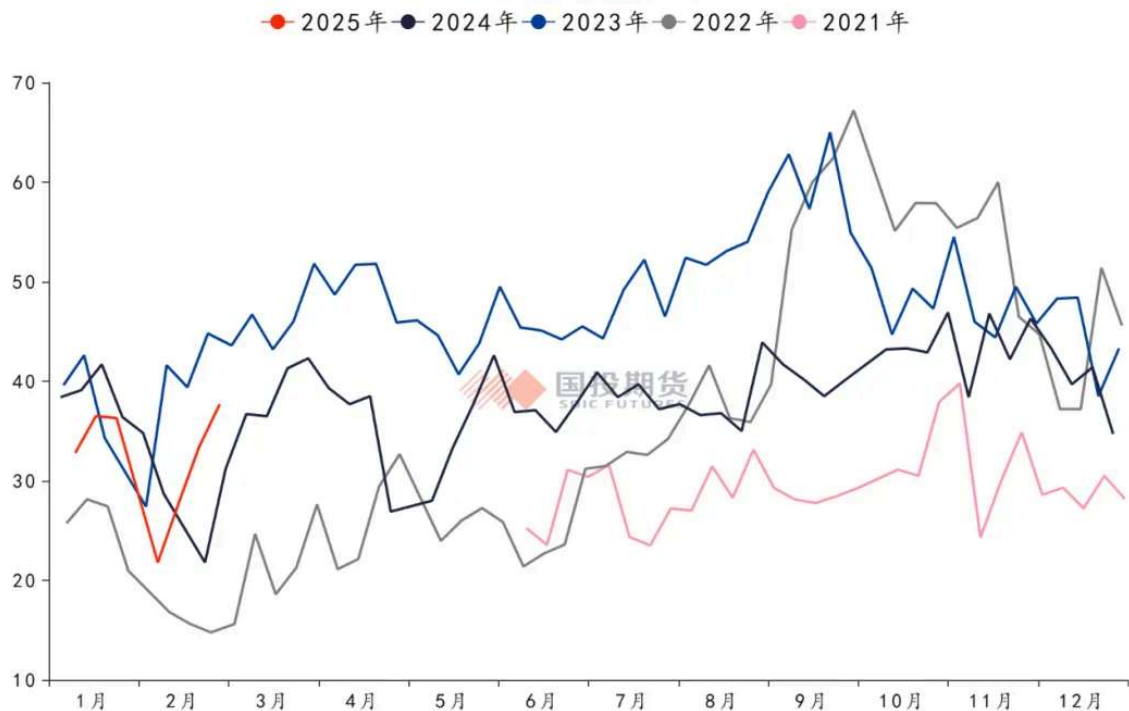


注：2025年3月数据更新至3月9日(含部分发运计划)

二、2025年需求有望同比向好，目前需求仍待启动

历经前期积累，2025年全国公路里程可待完善空间缩窄，然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。总体而言，2025年道路需求量有望实现正增长，预计2025年新建需求及养护道路需求约2170万吨，以最新一年消费结构中道路消费占比70%推算，2025年总消费约3100万吨，较2024年增长7.9%。不过目前沥青需求尚未全面启动，我们持续跟踪高频的需求同步指标——周度出货量来观察需求恢复进程，2025年1月54家样本炼厂沥青累计出货量同比降幅在-15.6%~-11.3%，进入2月同比降幅逐渐收窄，截止2月28日沥青出货量累计257万吨，同比增长7%，当前沥青市场需求虽有好转迹象，但尚未迎来实质改善。（与沥青需求相关的前瞻指标是专项债发行规模及进度，后续我们将推出相关专题报告）

国内沥青出货量



三、库存处于历史绝对低位水平，今年去库有望提前开启

截至3月3日，54家样本炼厂库存周度环比增加3.7万吨至88.9万吨；104家样本贸易商库存环比上升9.7万吨至154.3万吨，3月以来社会库累库速度放缓，厂库累库速度加快，周度累库幅度环比增加但整体库存仍处同期绝对低位。

四、关注逢回调多BU裂解机会

当前原油跌跌不休叠加需求仍未迎来实质性好转，沥青期货价格承压，布伦特原油到达70美元/桶关键位置后波动或加大，与原油相关度较高的沥青预计跟随波动加大，单边策略暂不推荐。价差策略方面，沥青转产灵活度高且为供应集中度较高的行业叠加库存绝对低位，我们预计2025年国内沥青全年供小于求，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，供需共振与原油全年累库压力或难解下BU裂解价差上方空间有望打开，推荐择机逢回调布局多BU空SC裂解策略。

国投期货

中级分析师 王盈敏 期货投资咨询号：Z0016785

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



