

主要结论

供应方面：当前沥青生产仍陷亏损困局，山东独立炼厂理论亏损超650元/吨，严重压制装置开工热情。当前稀释沥青港口库存同比骤降，原料端结构性短缺可能促使部分中小炼厂进一步降低沥青装置负荷。且目前社会库存偏高，需等待库存进一步消耗。预计二季度沥青装置开工负荷率仍维持低位。

需求方面：整体来看，预计二季度沥青需求将呈现温和复苏态势，对现货市场有一定提振预期。道路项目方面，随着北方地区气温逐渐回升，终端项目将陆续启动。防水领域，受益房地产政策支持或比2024年同期表现相对强劲。

成本方面，市场更加关注俄乌冲突局势走向，若地缘政治不断降温将进一步施压原油价格，给予下行预期。但美国对中南美产油国相关次级关税政策的影响，可能造成后期国内沥青生产原料供应区域紧张。

技术上，沥青期货价格反弹后走势趋于震荡，市场情绪或观望为主，预计短期市场投机需求或逐步谨慎。

综合沥青供应、需求、成本等多方因素来看，沥青基本面呈现“低供应+稳成本+缓需求”的市场格局，即供给端低位运行、成本端仍然面临生产原料供应偏紧的局面，需求端体现温和复苏态势，预计二季度沥青价格仍然呈现震荡偏强态势。中长期对沥青总需求持谨慎乐观态度，关注“十四五”规划剩余高速公路建设任务推进及宏观政策利好兑现情况。

风险因素：俄乌冲突进展、国际贸易争端、美联储降息节奏、欧佩克+产量政策等因素。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：贺维

从业资格号：F3071451

投资咨询号：Z0011679

电话：0755-23510000-301706

邮箱：15098@guosen.com.cn

分析师助理：翟正国

从业资格号：F03132670

电话：021-55007766-305065

邮箱：

zhaizhenguo@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

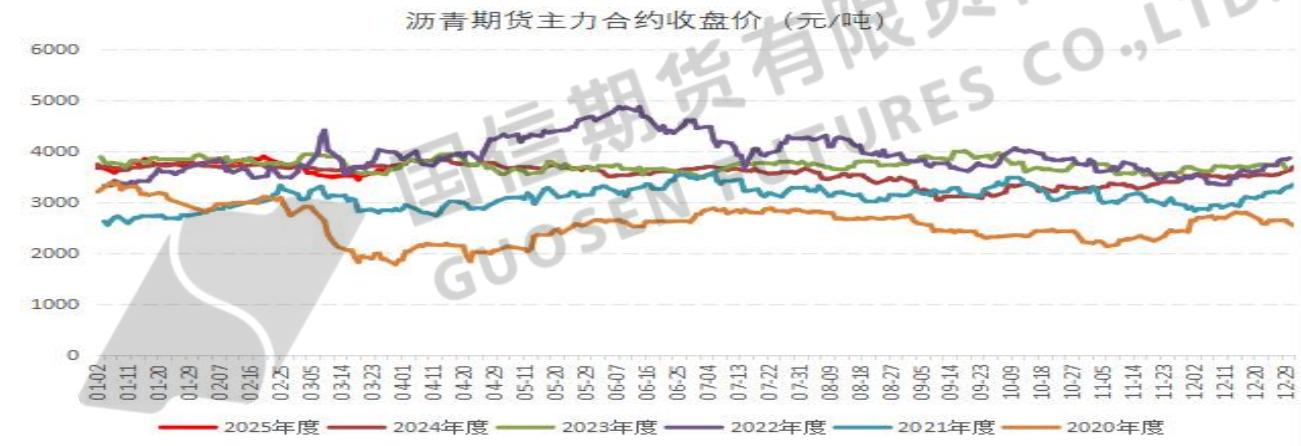
2025年一季度，沥青期货主力合约BU2506呈现“冲高-回落-反弹”的震荡格局，区间振幅13.35%，区间下跌1.87%。具体分阶段来看：1月初至2月中旬，受国际原油成本支撑及国内冬储需求释放推动，价格延续涨势，最高触及3889元/吨；2月下旬至3月中旬，随着原油价格的下跌，沥青期货价格创下一季度最低点3431元/吨；3月下旬，原油反弹带动沥青价格修复，截至3月28日收报3620元/吨附近。

图：尿素期货主力合约UR2506走势



数据来源：文华财经 国信期货

图：沥青期货主力合约收盘价季节图



数据来源：钢联数据 国信期货

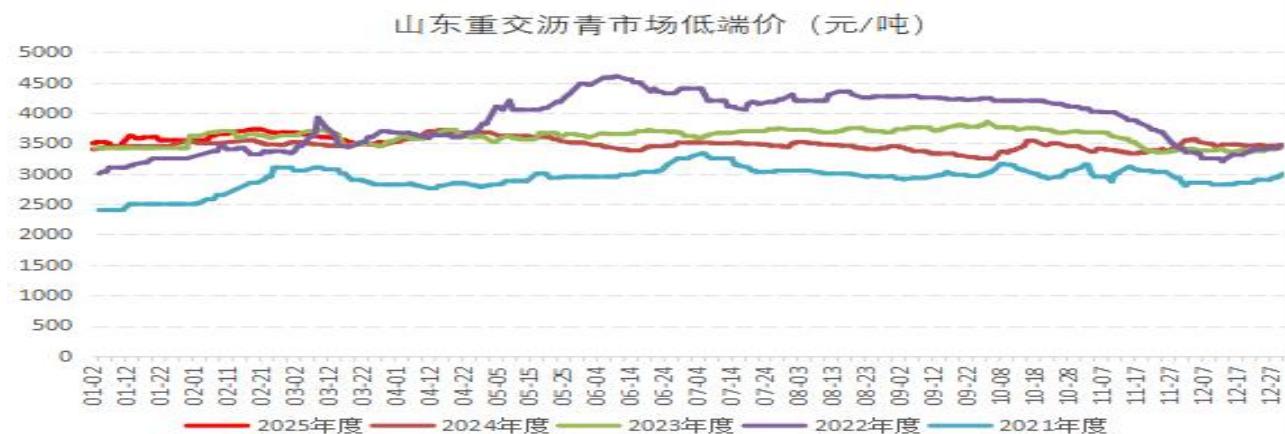
图：沥青期货持仓及成交量情况



数据来源：钢联数据 国信期货

截至3月27日，沥青期货持仓量共为438,883手，比1月2日减少68,416手；成交量共为342,216手，比1月2日增加48,177手。

图：山东重交沥青市场低端价



数据来源：钢联数据 国信期货

一季度，3月28日山东重交沥青市场低端价为3520元/吨，比季度初值上涨20元/吨，总体呈现较为平稳的态势。

二、沥青供需

回顾沥青2025年以来的沥青基本面，总体呈现供需皆弱格局。供应端看，国内沥青厂产能整体保持稳定，对沥青价格的支撑较强；需求端看，一季度为沥青需求淡季且适逢传统春节假期，沥青刚性需求偏弱。

1、供应方面分析

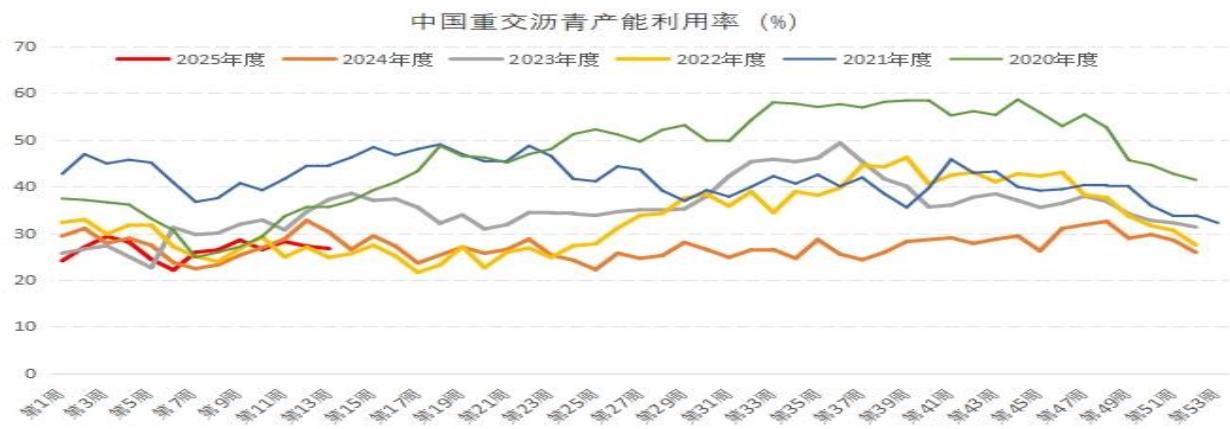
1至2月，中国沥青总产量为380.34万吨，环比减少21.30万吨或10.35%，同比下降24.15万吨，减幅为5.97%。

图：中国沥青月度产量

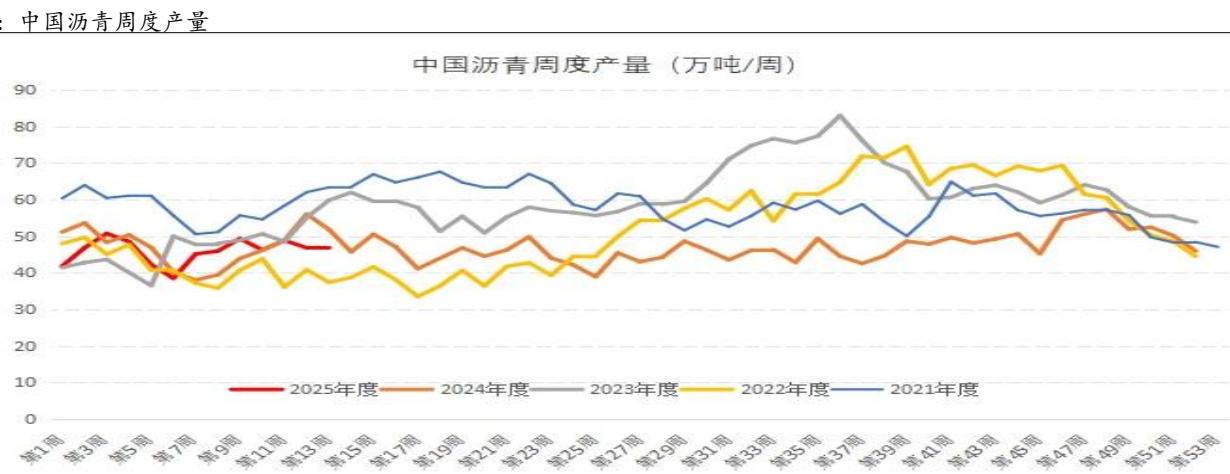


数据来源：卓创资讯 国信期货

据钢联数据，截至3月28日，全国重交沥青周度开工负荷率为26.7%，环比下跌0.5%；山东重交沥青周度产能利用率为31%，环比下跌0.3%。

图：中国重交沥青周度产能利用率

图：山东重交沥青周度产能利用率


3月28日，钢联数据显示，中国沥青周度产量为46.6万吨，同比下降10.04%，环比下降0.43%；山东沥青周度产量为15.9万吨，同比下降1.36%，环比下降1.24%。

图：中国沥青周度产量


图：山东沥青周度产量


数据来源：钢联数据 国信期货

在整体需求疲弱和利润欠佳下，炼厂开工积极性相对不高，沥青供应压力有限，支撑沥青价格。3月28日，中国沥青炼厂检修减损量为81.8万吨，同比减少11.82%，环比增加1.24%。

图：中国沥青炼厂检修减损量


数据来源：钢联数据 国信期货

2025年1至2月，中国沥青进口量为40.60万吨，同比下跌25.77%。

图：中国沥青月度进口量


数据来源：卓创资讯 国信期货

2、需求方面分析

随着春节假期的结束，防水需求率先启动，南方部分道路项目开工，客户仍有备货入库等需求，但大部分道路项目尚未开工，沥青刚性需求表现较差。预计随着二季度气温的逐渐回升，道路开工项目有望增加。

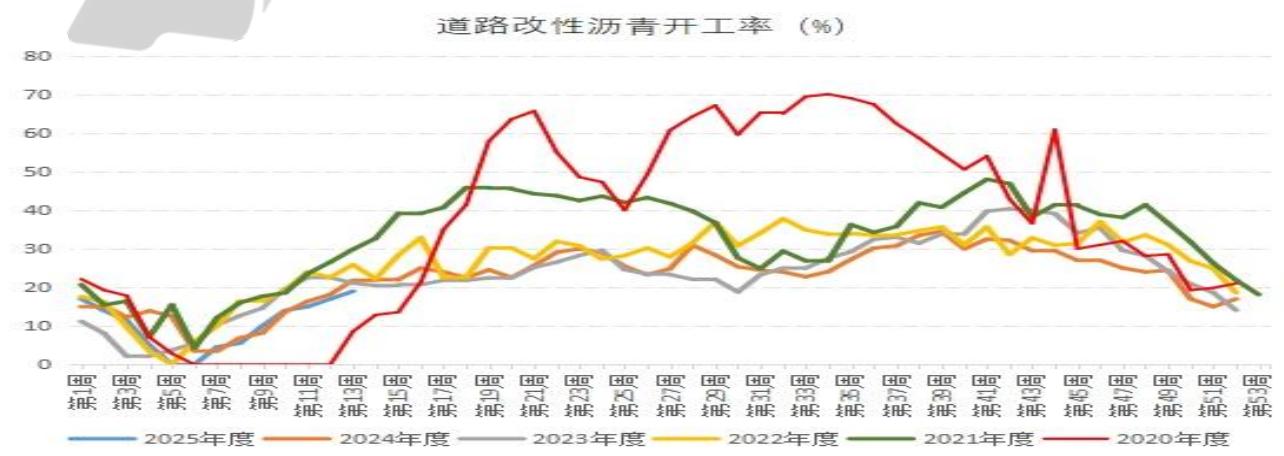
2025年为“十四五”规划的收官之年，存在赶工道路项目仍然较多的刚性需求。且随着国内宏观利好政策不断推出，经济将受到提振，国内经济复苏的逻辑不变，随之道路项目资金面有望改善，道路建设需求大概率环比增加，将支撑道路沥青需求回升；叠加国内稳定房地产市场的政策利好预计2025年防水沥青市场的需求也将保持增长。但仍需关注成本、供应以及基建资金到位情况对沥青市场及价格的影响。其中下游资金情况是需求乐观预期能否兑现的关键。

截至3月28日，防水卷材开工率为28%，环比下降4%，同比下降2%；道路改性沥青开工率为19%，环比增长2%。同比下降2.82%。

图：防水卷材开工率



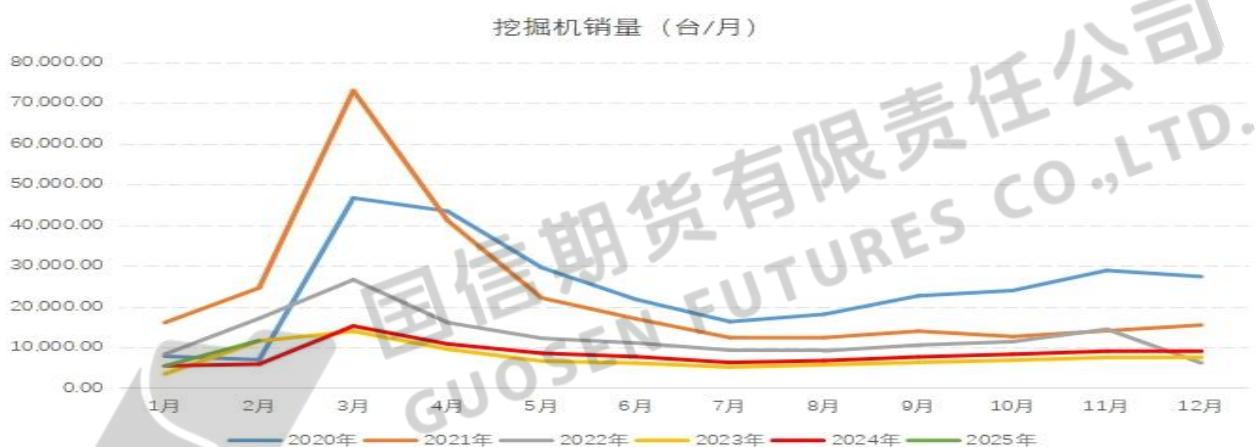
图：道路改性沥青开工



据东方财富数据，2025年1至2月压路机销量为2643台，环比上升27.80%，同比上升37%；2025年1至2月挖掘机销量为17045台，环比下降7%，同比上升51%；

图：压路机销量


数据来源：东方财富 国信期货

图：挖掘机销量


数据来源：东方财富 国信期货

2025年1至2月，中国沥青出口量为8.77万吨，同比下跌26.73%。

图：中国沥青月度出口量


数据来源：卓创资讯 国信期货

3、库存方面分析

截至3月28日山东地区沥青周度炼厂库容率为22%，比季度初上升8%；华东地区沥青周度炼厂库容率为22%，比季度初上升6%；华南地区沥青周度炼厂库容率为35%，比季度初上升13%；东北地区沥青周度炼厂库容率为13%，比季度初下降10%。

图：沥青周度炼厂库容率



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：沥青104家样本企业周度社会库存



数据来源：钢联数据 国信期货

图：沥青54家样本企业周度厂内库存



数据来源：钢联数据 国信期货

春节假期前后的沥青市场刚性需求基本停滞，沥青企业与社会库存同比居于历史低位水平，环比上涨态势。此外，港口稀释沥青的库存也在同期低位水平。根据钢联数据统计，截至2025年3月28日，沥青104家样本企业周度社会库存为179.9万吨，比季度初上涨114.00%。截至2025年3月28日，国内沥青54家样本炼厂库存共计95.8万吨，环比上涨60.74%。

截至2025年3月28日，中国稀释沥青港口库存共计29.4万吨，比季度初增长81.48%，同比下降71.81%。

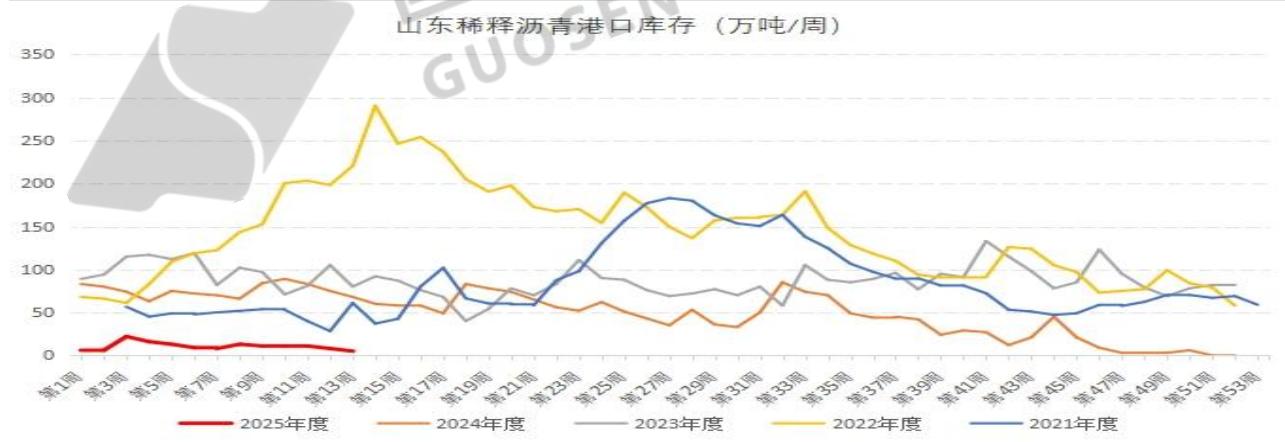
图：中国稀释沥青港口库存



数据来源：钢联数据 国信期货

截至2025年3月28日，山东稀释沥青港口库存共计5万吨，比季度初值下降16.67%，同比下降92.65%。

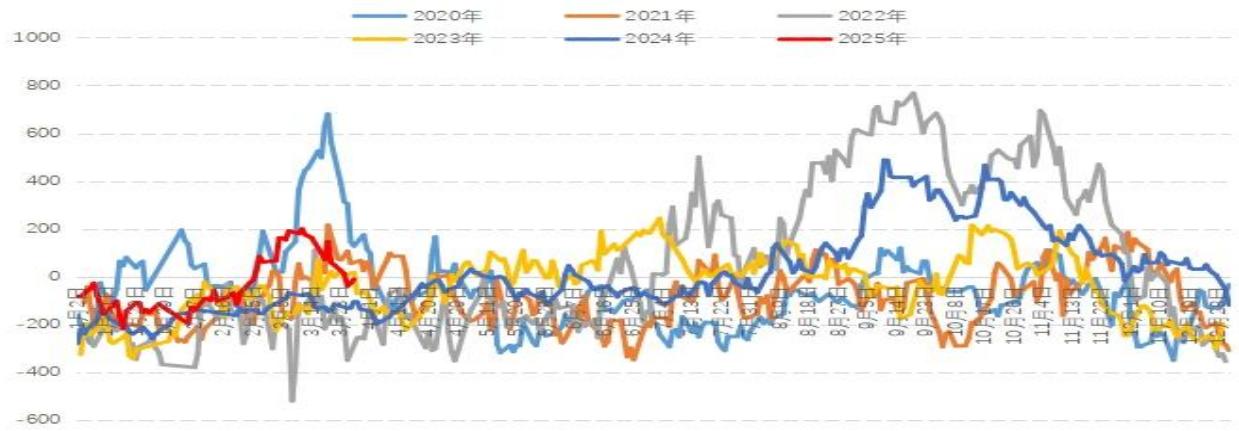
图：山东稀释沥青港口库存



数据来源：钢联数据 国信期货

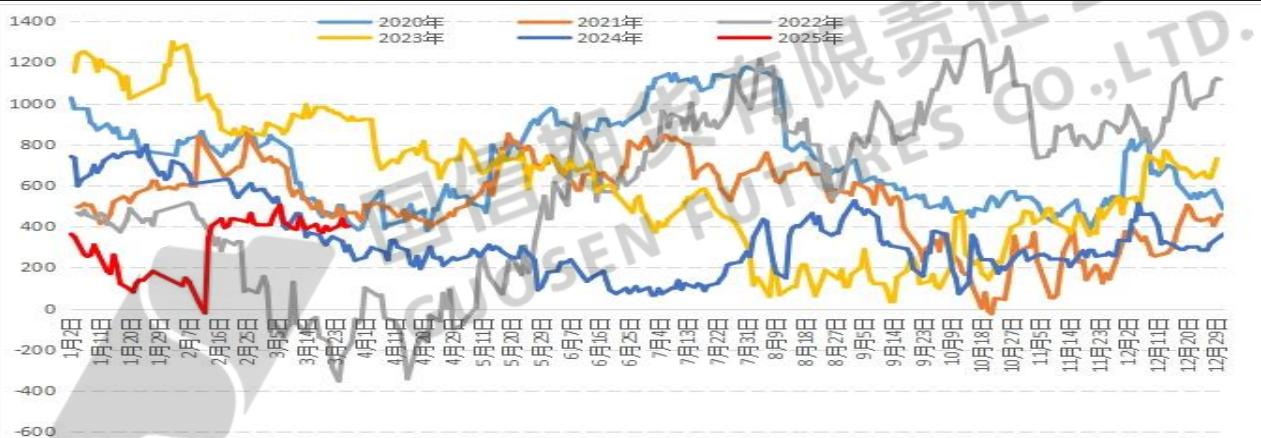
三、沥青利润

2025年2月至3月上旬，国内沥青现货价格延续上涨趋势，主要受炼厂低开工率及冬储需求支撑。与此同时，期货价格受国际原油成本端下跌影响震荡下行，导致基差持续走强。3月中旬后，随着炼厂复产、社会库存回升及南方雨季临近抑制需求，现货涨幅放缓，基差小幅回落。截至3月27日，山东重交沥青基差报-11元/吨，反映短期供需趋于宽松，市场进入阶段性调整。

图：山东重交沥青基差


数据来源：钢联数据 国信期货

3月27日，沥青与燃料油价差为403元/吨，居于近五年中间水平，反映了当前沥青与燃料油的成本端传导比较稳定，生产利润分配较为均衡。

图：沥青与燃料油价差（单位：元/吨）（沥青期货主力合约-燃料油期货主力合约）


数据来源：钢联数据 国信期货

图：沥青生产综合利润


数据来源：卓创资讯 国信期货

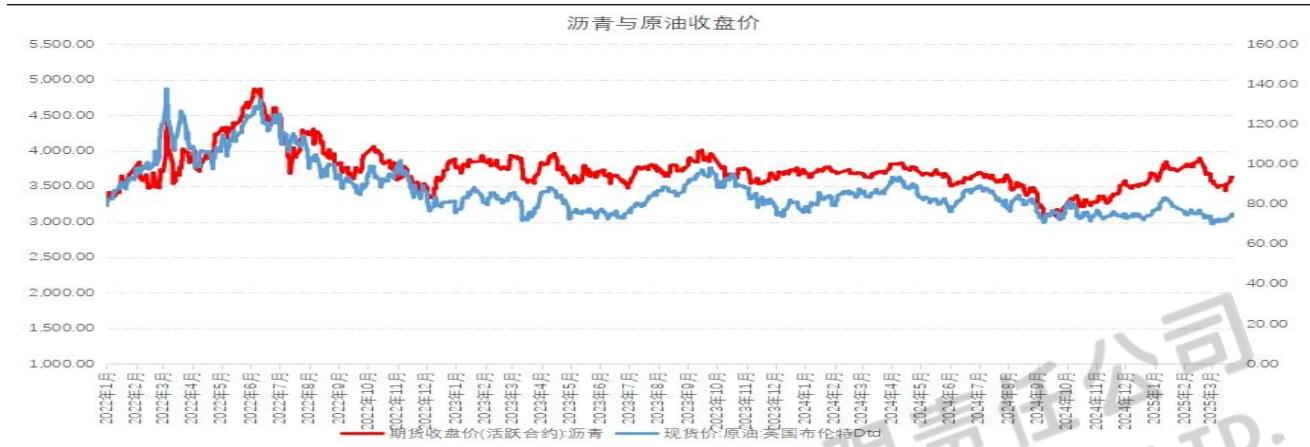
据卓创资讯测算，截至3月28日，山东地炼沥青生产理论利润为-656.12元/吨（按应收抵扣），环比

下降51.28元/吨；河北地炼为-574.67元/吨（按应收抵扣），环比上涨63.84元/吨。江苏主营炼厂为234.55元/吨，环比下跌88.42元/吨。（备注：独立炼厂沥青生产利润为单独加工稀释生产沥青时的利润。）

四、沥青原料

截至3月27日，英国布伦特Dtd原油现货价74.55美元/桶，较季度初下跌2.18美元/桶；马瑞原油重质国际市场（山东）3674.12元/吨，较季度初上涨202.71元/吨，成本端对沥青价格的支撑较为稳固。即便布伦特Dtd原油价波动，重质油成本构筑沥青的较强支撑位。

图：沥青期货主力合约收盘价与英国布伦特Dtd原油现货价



图：沥青期货主力合约收盘价与马瑞原油重质价



五、后市展望

供应方面：当前沥青生产仍陷亏损困局，山东独立炼厂理论亏损超 650 元/吨，严重压制装置开工热情。当前稀释沥青港口库存同比骤降，原料端结构性短缺可能促使部分中小炼厂进一步降低沥青装置负荷。且目前社会库存偏高，需等待库存进一步消耗。预计二季度沥青装置开工负荷率仍维持低位，预计沥青排产环比下滑，对沥青价格带来一定支撑。

需求方面：整体来看，预计二季度沥青需求将呈现温和复苏态势，对现货市场有一定提振预期。道路项目方面，随着北方地区气温逐渐回升，终端项目将陆续启动，沥青需求有进一步改善的预期。但需警惕的是，若南方提前进入梅雨季可能打断需求复苏节奏。此外，但受地方政府资金紧张影响，部分项目开工进度可能滞后，特别是中西部财政压力较大区域。防水领域，受益房地产政策支持或比 2024 年同期表现相对强劲。中长期看，在宏观经济利好政策基调上，结合“十四五”规划的高速公路通车里程数，预计 2025 年沥青需求在 2024 年基础上小幅增长，重点仍需关注资金到位情况。

成本方面：特朗普的能源政策计划增加石油开采，并宣布退出《巴黎协定》，提高国内石油产量。此外，市场更加关注俄乌冲突局势走向，若地缘政治不断降温将进一步施压原油价格，给予下行预期。但美国对中南美产油国相关次级关税政策的影响，可能造成后期国内沥青生产原料供应区域紧张，降低地炼沥青生产积极性。

技术上，沥青期货价格反弹后走势趋于震荡，市场情绪或观望为主，预计短期市场投机需求或逐步谨慎。

综合沥青供应、需求、成本等多方因素来看，沥青基本面呈现“低供应+稳成本+缓需求”的市场格局，即供给端低位运行、成本端仍然面临生产原料供应偏紧的局面，需求端体现温和复苏态势，预计二季度沥青价格仍然呈现震荡偏强态势，需重点关注俄乌地缘政治冲突局势走向、美国对中南美产油国关税政策调整以及二季度国内专项债资金投放节奏等情况。中长期对沥青总需求持谨慎乐观态度，关注“十四五”规划剩余高速公路建设任务推进及宏观政策利好兑现情况。

风险因素：俄乌冲突进展、国际贸易争端、美联储降息节奏、欧佩克+产量政策等因素。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。