



成本端支撑边际转弱，关注委油流向变化

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

沥青成本与供应端支撑边际转弱，现货价格出现松动，尤其是南方市场表现偏弱，对盘面形成一定压制。

核心观点

■ 市场分析

春节假期期间，国际原油价格波动幅度有限，各地项目施工基本处于停滞状态，沥青现货几乎无成交，价格震荡为主。

随着原油价格回落，以及美国政策变化带来委内瑞拉原料供应回升的预期，沥青成本端支撑边际转弱，炼厂装置利润与产量出现一定回升。与此同时，沥青终端需求改善不明显，炼厂与社会库存呈现增长态势，累库幅度稍微超出季节性。在这样的背景下，沥青现货端也出现松动，尤其是华东与华南市场表现偏弱，并通过潜在的仓单对盘面形成压制。

策略

单边中性，成本端支撑边际转弱，短期观望为主；关注委油流向以及稀释沥青贴水变化

■ 风险

无

目录

策略摘要	1
核心观点	1
原油：油价弱势运行，短期不确定性仍存.....	3
沥青库存逐渐回升，原料贴水存在回落预期.....	4
成本端支撑边际转弱，炼厂供应有所回升	4
终端需求维持弱势，沥青库存季节性回升	6
沥青市场总结	7

图表

图 1：全球原油卫星库存 单位：百万桶.....	3
图 2：国际原油基准价格 单位：美元/桶.....	3
图 3：WTI 原油月差 单位：美元/桶.....	4
图 4：Brent 原油月差 单位：美元/桶	4
图 5：原油与美股走势 单位：美元/桶.....	4
图 6：原油与美元指数走势 单位：美元/桶.....	4
图 7：山东沥青炼厂理论利润 单位：元/吨.....	5
图 8：焦化利润 单位：元/吨	5
图 9：国内沥青装置开工率 单位：无	5
图 10：国内沥青产量 单位：万吨	5
图 11：稀释沥青进口量 单位：万吨.....	6
图 12：稀释沥青港口库存 单位：万吨	6
图 13：国内沥青总需求 单位：万吨	6
图 14：国内道路沥青需求 单位：万吨	6
图 15：国内船燃市场沥青需求 单位：万吨	7
图 16：国内防水市场沥青需求 单位：万吨.....	7
图 17：沥青炼厂库存 单位：万吨	7
图 18：沥青社会库存 单位：万吨	7
图 19：华东沥青基差 单位：元/吨	8
图 20：山东沥青基差 单位：元/吨	8

原油：油价弱势运行，短期不确定性仍存

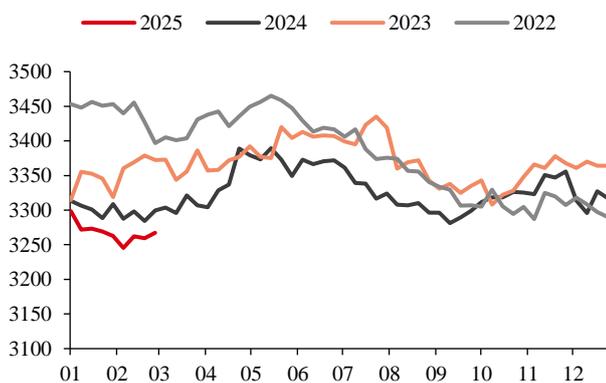
2 月份原油价格整体呈现弱势运行的格局，背后主要来自于地缘溢价的消退以及基本面边际转弱的预期。

具体来看，俄乌冲突缓和的谈判已经开启，俄美之间的沟通相对顺畅，市场开始交易部分美国放松制裁、俄罗斯石油供应回升的预期，带动油市的情绪溢价回撤。不过乌克兰对目前的停战条件难以接受，周末特朗普与泽连斯基的会谈中出现激烈争执，整体谈判进程达成的不确定性有所增加。

就原油自身基本面而言，随着炼厂检修量持续增加，需求走向淡季。与此同时，近期断供事件较少，反而供给恢复的情况较多，如哈萨克斯坦、巴西、库尔德等。在当前的供需环境下，全球原油库存出现从低位回升的迹象。如果未来供应恢复、需求弱势的预期持续兑现，原油市场格局将逐步从偏紧转向宽松。目前天平上的重要影响变量在欧佩克，联盟原计划在二季度逐步增长，但不排除油价下跌倒逼欧佩克延长限产的情况。

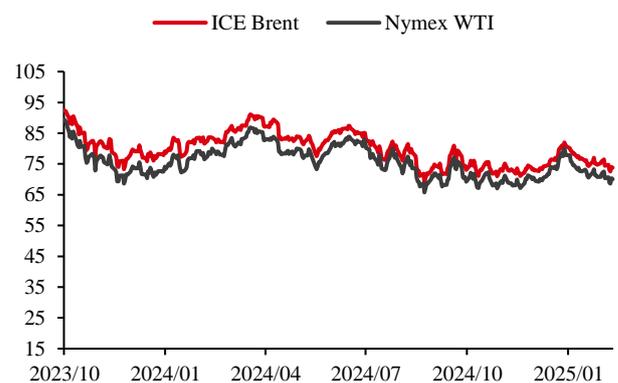
整体来看，油市在地缘与基本面因素偏空的驱动下表现较弱，但短期不确定性仍存。无论是俄乌冲突的谈判进展以及欧佩克的生产计划都未形成很明确的方向，消息面的扰动可能会造成市场反复上下震荡，建议保持谨慎。中期视角下，我们维持供过于求的平衡表判断，库存有望逐步从低位回升，油价中枢仍存在一定下行空间。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



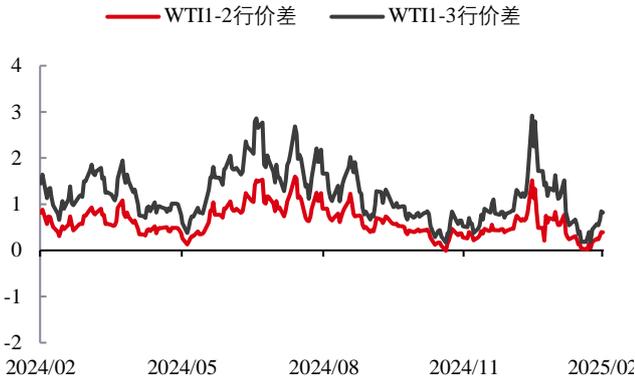
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



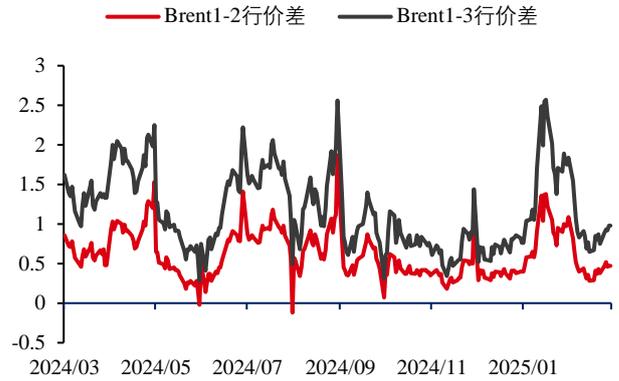
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶



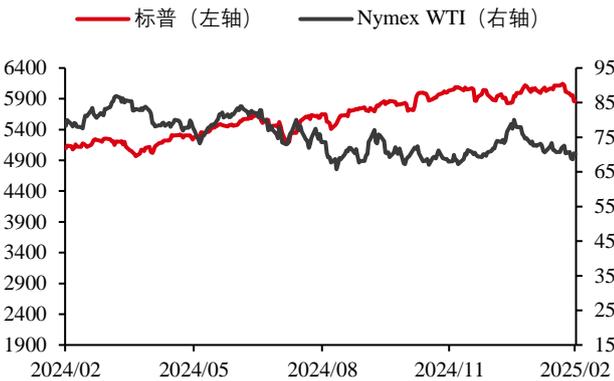
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: Brent 原油月差 | 单位: 美元/桶



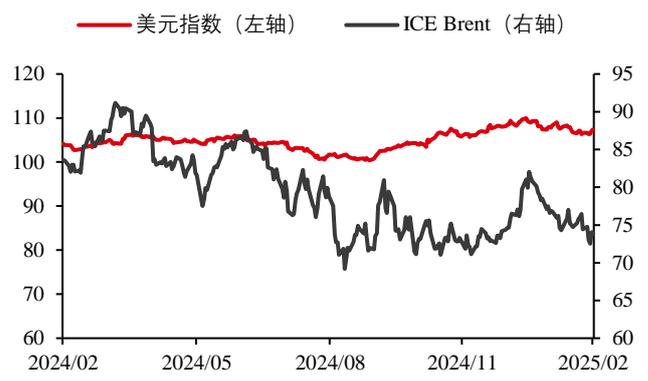
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

沥青库存逐渐回升, 原料贴水存在回落预期

成本端支撑边际转弱, 炼厂供应有所回升

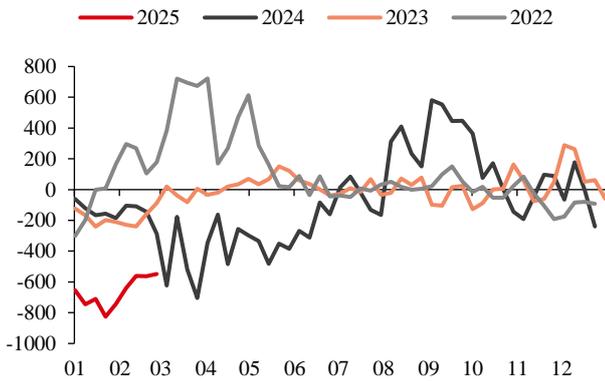
前期国内沥青现货呈现偏紧态势, 核心驱动因素在于供应端。在海外原料供应紧张、国内消费税政策调整的背景下, 沥青炼厂利润受到压制, 因此装置开工率与产量持续处于低位。目前来看, 消费税政策的影响还在延续, 缺少原油进口配额的炼厂依然存在压力, 但来自原油成本端的支撑出现了松动的迹象。

具体来看, 国际原油价格近期弱势震荡运行, 价格中枢回落。更重要的变量在于, 特朗普本周宣布要撤销雪佛龙在委内瑞拉的石油许可证。虽然中期来看, 委内瑞拉原油供应存在进一步下滑的预期。但就短期而言, 如果委内瑞拉石油流向美国的渠道被阻

断（约 20 万桶/天的量），那么将有更多重油资源可以出售给亚洲买家（主要是国内的地方炼厂）。如果这一预期兑现，那么沥青原料紧张的矛盾有望边际缓解，稀释沥青贴水或从高位回落。

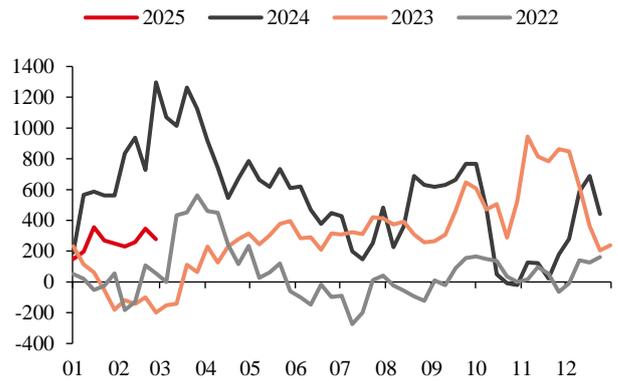
随着成本端支撑边际转弱，沥青装置利润有所修复，并带动炼厂开工率和排产回升。参考隆众资讯统计口径，2025 年 3 月份国内沥青总计划排产量为 238.6 万吨，环比增加 27.8 万吨，增幅 13.2%。同比增加 0.8 万吨，增幅 0.3%。

图 7: 山东沥青炼厂理论利润 | 单位: 元/吨



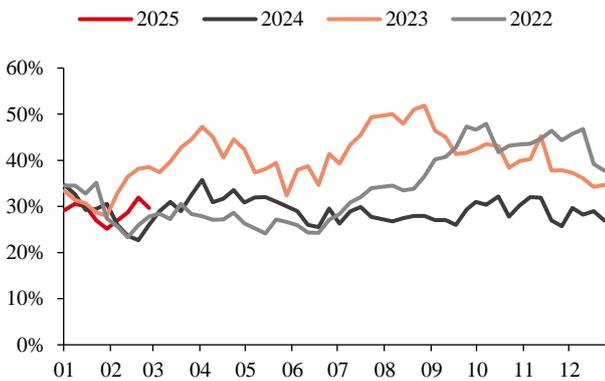
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 8: 焦化利润 | 单位: 元/吨



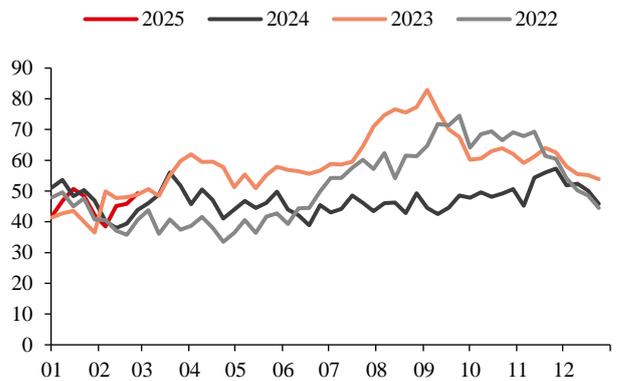
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 9: 国内沥青装置开工率 | 单位: %



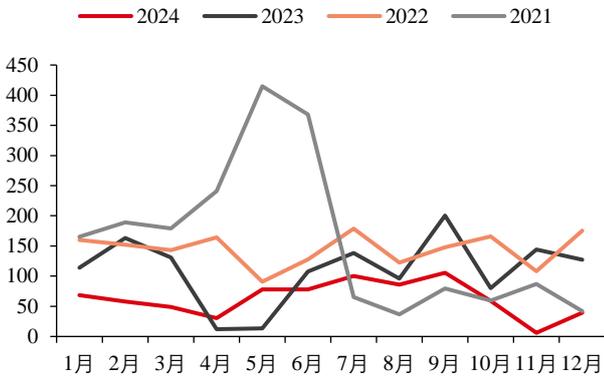
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 10: 国内沥青产量 | 单位: 万吨



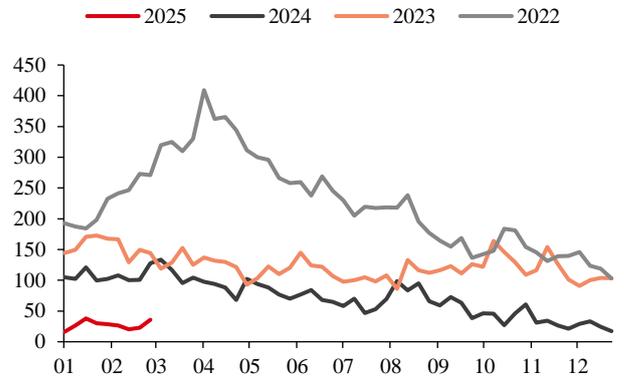
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 11: 稀释沥青进口量 | 单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 稀释沥青港口库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

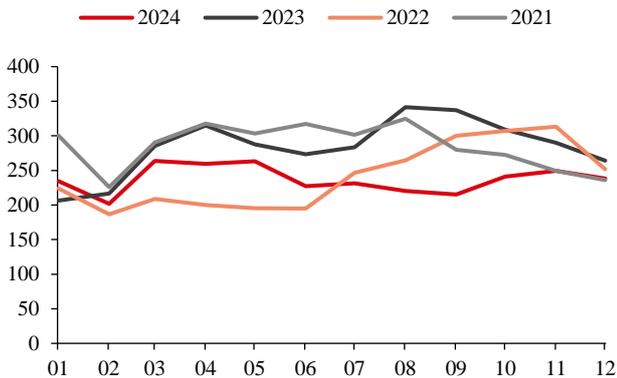
终端需求维持弱势, 沥青库存季节性回升

春节假期结束后, 虽然防水下游开工与需求明显回升, 但占据主要份额的道路端项目恢复不明显, 沥青终端需求改善节奏相对缓慢, 整体延续弱势。

在供应边际回升、终端需求低位运行的背景下, 沥青库存逐渐从低位回升, 社会端累库幅度稍微超出季节性。

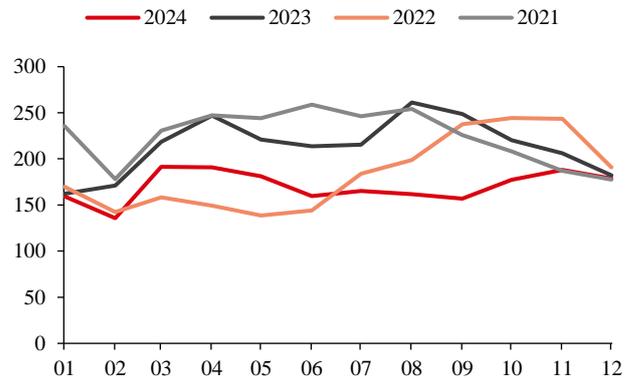
随着成本与供应端支撑边际转弱, 前期较为坚挺的现货端也有所松动, 目前呈现南北分化的格局。北方供应偏少, 价格相对坚挺。南方地区随着供应回升, 现货需求略显清淡, 贸易商接货谨慎, 低价合同资源成交为主。

图 13: 国内沥青总需求 | 单位: 万吨



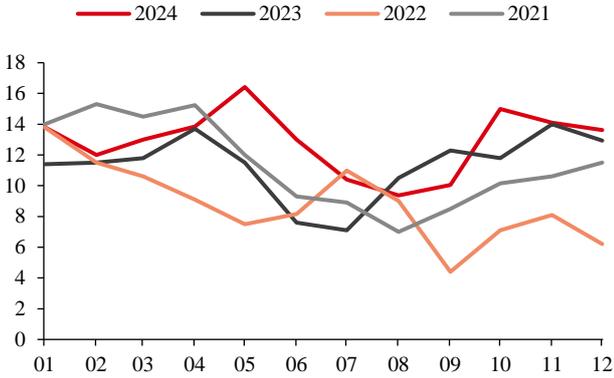
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 14: 国内道路沥青需求 | 单位: 万吨



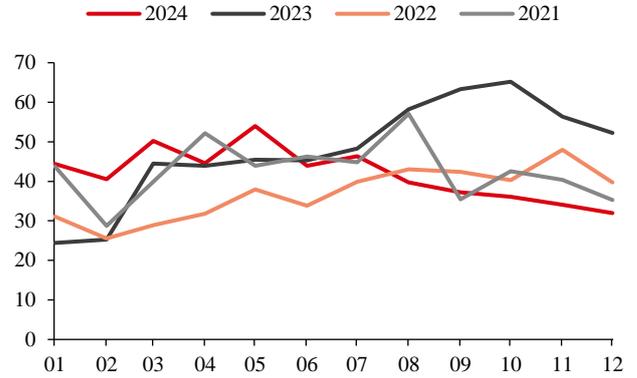
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 15: 国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨



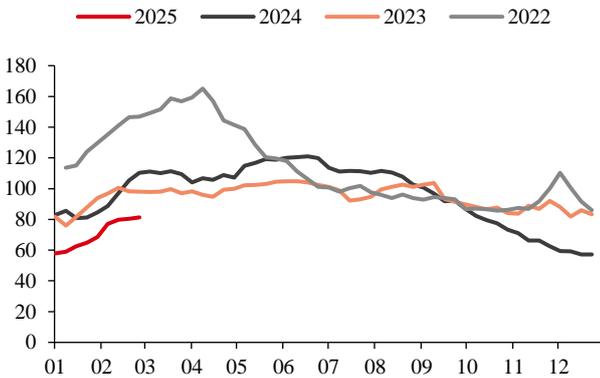
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 16: 国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨



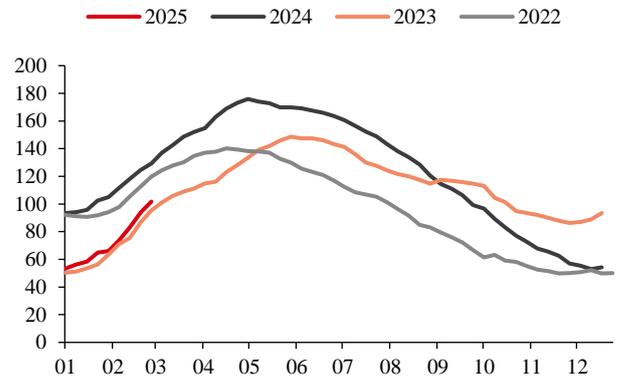
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 17: 沥青炼厂库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: 沥青社会库存 | 单位: 万吨

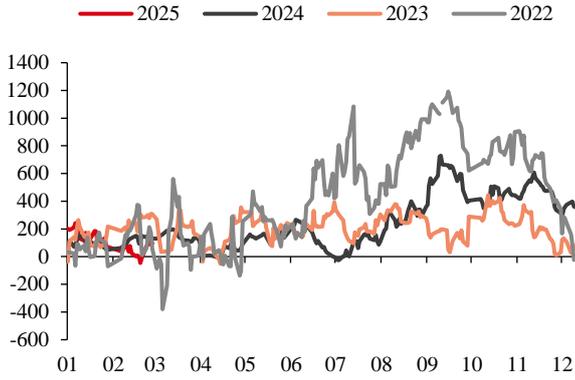


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

沥青市场总结

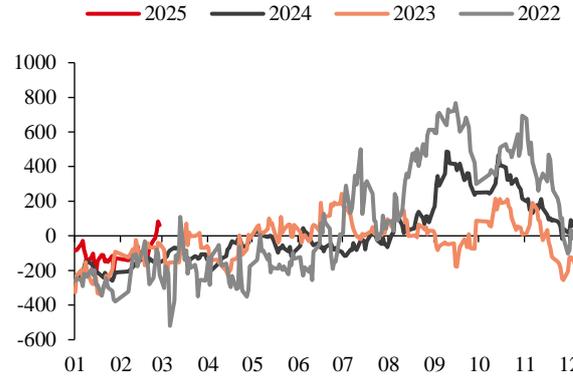
随着原油价格回落, 以及美国政策变化带来委内瑞拉原料供应回升的预期, 沥青成本端支撑边际转弱, 炼厂装置利润与产量出现一定回升。与此同时, 沥青终端需求改善不明显, 炼厂与社会库存呈现增长态势, 累库幅度稍微超出季节性。在这样的背景下, 沥青现货端也出现松动, 尤其是华东与华南市场表现偏弱, 并通过潜在的仓单对盘面形成压制。

图 19: 华东沥青基差 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 山东沥青基差 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com