



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

专题报告

2024-11-22

## 沥青供需分析

刘洁文

能化研究员

从业资格号：F03097315

交易咨询号：Z0020397

☎ 0755-23375134

✉ liujw@wkqh.cn

### 报告要点：

**供应端：**生产利润仍偏低，地方炼厂利润低，现货表现强于盘面，基差高，估值相对偏低。后续供应预计环比持平，处于低位，从库存水平来看，利润有望进一步修复。

**需求端：**表需依旧偏弱，后续天气转冷，需求预计维持低位，短期难有明显好转。

**库存：**企业主动降负去库，工厂库存同期低位，社会库存持续去化，整体库存水平低位。

**基差、月差：**基差相对偏强，月差冲高回落。低库存下月差依旧表现疲软，主要源于企业通过主动去库带来库存持续去化，近端供需双弱，需求短期难有明显好转，远端预期会比近端相对乐观一些。

**原油：**后续原油供应端逐步回归，基本面看后续原油供需预计相对偏松，走势预计震荡偏弱，沥青成本区间震荡下移。

**小结：**供需双弱格局，短期格局不改，低库存背景下若有需求或供应端的大幅变动，仍有可能引起价格较大波动，从当前库存水平看，沥青利润仍有进一步修复的空间。

**沥青利润修复逻辑：**1、企业不断主动降负去库，当前库存历史低位，低利润下炼厂开工仍将处于低位，后续库存将进一步去化。2、原油中长期基本面中性偏弱（通过原油震荡沥青走高或者原油下跌沥青跌幅相对更小来修复沥青利润），沥青利润与原油价格呈现明显负相关关系。3、中长期来讲，沥青利润与工厂库存呈现明显的负相关关系。4、当前或已是需求最差的时候，弱需求对应低利润，需求一旦边际好转将带来利润的修复。

供应端

委内瑞拉受制裁之前其原油占我国沥青原料来源的将近 50%，受制裁之后由于其原油出口大幅减少，对应到我国的沥青原料占比也大幅走低。

从原油种类在产能中的占比来看，马瑞原油占比在 48%左右，中东原油占比在 30%左右，海洋油占比在 10%左右，其他当地原油占比在 12%左右。

制裁之前委内瑞拉原油的出口国主要为美国、印度和中国，美国 35%，印度 22%，中国 20%左右，剩余国家比重较小，受制裁之后中国占比跃升到第一位，占比超过三成，其次是古巴、马来西亚等。美国对委内瑞拉的制裁改变了其原油的贸易流向和原油产量。

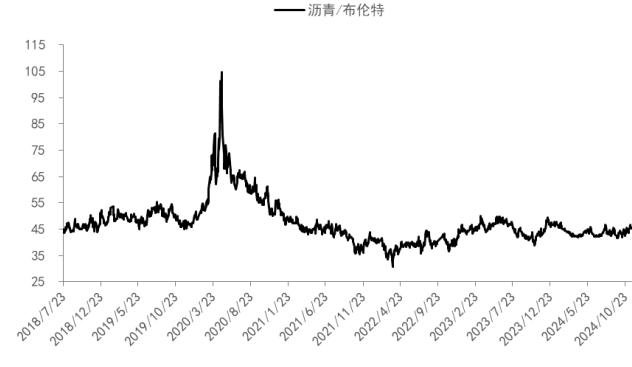
若后续美国对委内瑞拉加大制裁会导致短期内其他国家对其进口减少，中国短期进口增加，导致国内供应相对充足，加上国内抢进口，近端会更弱，盘面走反套。中长期对委内瑞拉的制裁将导致重油供应减少，中长期造成供应格局紧张。

图 1：委内瑞拉原油产量（千桶）



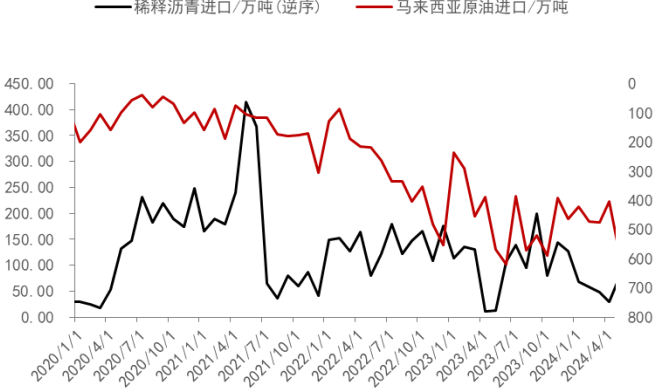
数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 2：沥青/布伦特



数据来源：WIND、五矿期货研究中心

图 3：稀释沥青进口（万吨）



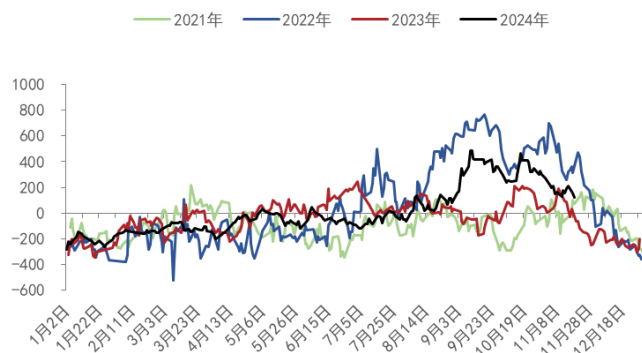
数据来源：钢联、五矿期货研究中心

库存与利润

在实际行情运行过程中，多数情况都是盘面带动着现货走势。也就是在盘面下跌的时候往往伴随着基差的走强，现货下跌滞后于期货，在上涨过程中往往伴随着基差的走弱，也就是现货上涨滞后于期货。

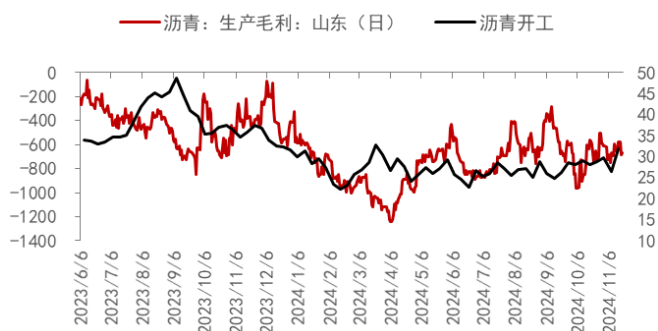
从历史来看，沥青开工与其利润有明显正相关关系，在当前利润水平下预计开工仍将维持相对低位，维持当前开将会使得库存进一步去化，只有利润修复带动开工回升才能带来供应的回归。从过去看，沥青利润与原油价格也有明显的负相关关系，原油历史价格波动明显大于沥青，且两者保持高度相关性，在原油震荡走弱的时候沥青多数时候跌幅小于原油带来利润修复，反之反。除非沥青自身有较为尖锐的基本面矛盾，否则多数时候其利润与原油走势负相关。鉴于中长期原油格局或相对偏宽松，沥青生产利润区间有望逐步抬升。

图 4：山东沥青基差（元/吨）



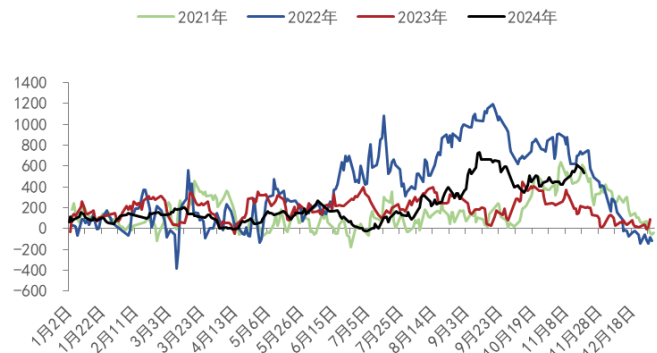
数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 6：沥青开工与利润（%，元/吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 5：华东沥青基差（元/吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 7：沥青利润与原油价格走势（元/吨）

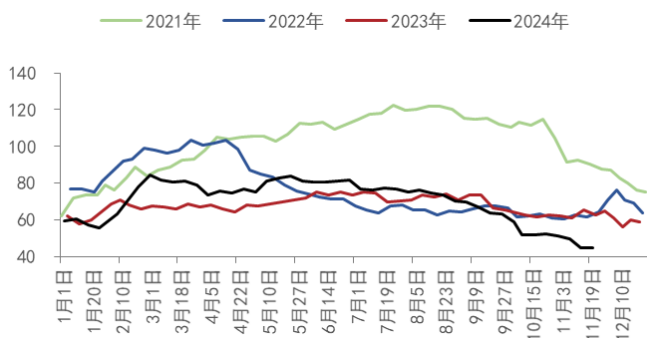


数据来源：钢联、五矿期货研究中心

当前基本面供需双弱，企业主动去库，供应力度收缩更大，企业与社会库存都去化到历史低位水平，港口稀释沥青的库存也在同期低位水平。鉴于沥青库存变化有比较明显的季节性特征，用同比数据来表征其库存变化幅度，从历史看，其与沥青生产利润有较为明显负相关关系，按当前库存水平来看，沥青利润仍有进一步的上行空间。

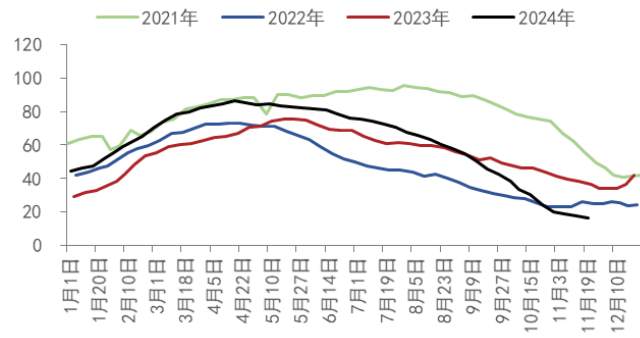
图 8：国内工厂库（万吨）

图 9：国内社会库存（万吨）



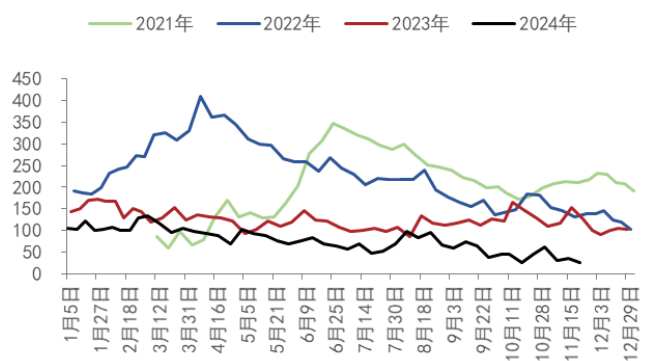
数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 10：稀释沥青港口库存（万吨）



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 11：库存与利润（%，元/吨）

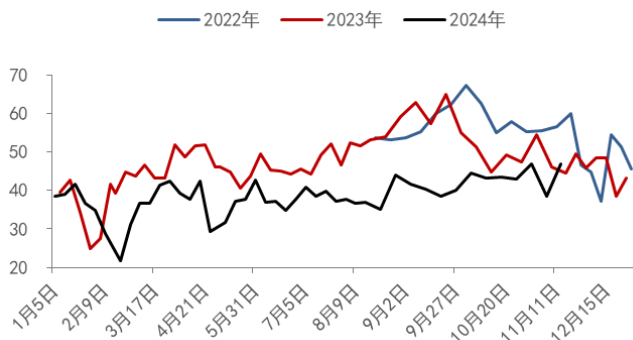


数据来源：钢联、五矿期货研究中心

### 需求端

下游需求依旧疲弱，表需低位，但是从数据来看，当前或是需求最差的时候，后续边际需求有望好转，基本面疲弱已是不争的事实，伴随弱势基本面的是利润的持续低位以及生产企业和下游不断排库使得当前库存水平维持在历史低位水平，在低库存下后续价格波动或将逐步走高。

图 12：中国样本企业沥青出货量（万吨）

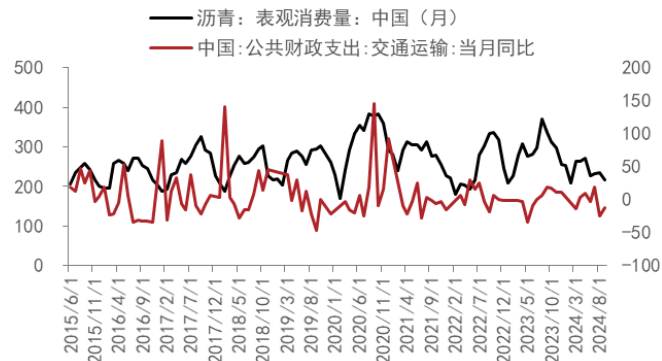


数据来源：五矿期货研究中心



数据来源：钢联、五矿期货研究中心

图 13：沥青需求与交通运输财政支出（万吨，%）



数据来源：五矿期货研究中心

## 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn