



# 原料端矛盾加剧，炼厂减产预期偏强

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

## 核心观点

### ■ 市场分析

近期在装置开工率下滑、进口资源收紧的背景下，沥青累库幅度低于季节性。而随着原料端矛盾持续积累，叠加主营炼厂保供汽柴油的必要性，4月份国内沥青产量或将迎来加速下滑。与此同时，沥青终端消费虽然势头较弱但存在一定刚需支撑，参照季节性规律二季度还有增长的空间。如果供应端预期兑现，国内沥青平衡表将显著收紧，库存进一步去化。

整体来看，当前市场主要矛盾是霍尔木兹海峡封锁导致的原油供应收紧，源头来自于伊朗与美国以色列双方的冲突。现在局势依然十分不明朗，无论是加剧（地面战）还是缓和（谈判）均存在可能，加上特朗普言论的变化，市场情绪溢价短期或反复摆动，对于沥青绝对价格形成干扰。而相较于情绪端，沥青现实基本面的矛盾正在逐渐显性化，在海峡通航实质性恢复前，现货与盘面市场结构将持续受到支撑。

### 策略

单边：震荡偏强，市场波动较大，建议保持谨慎

跨品种：无

跨期：关注逢低正套机会

期现：逢低期现正套

期权：无

### ■ 风险

原油价格波动、宏观风险、原料端矛盾缓解、炼厂端产量超预期、需求不及预期

## 目录

核心观点 .....	1
中东地缘冲突持续升级，海峡石油物流接近中断 .....	3
原料端矛盾逐渐积累，炼厂减产预期显著强化 .....	5
供应端减量驱动下，沥青去库预期偏强 .....	8

## 图表

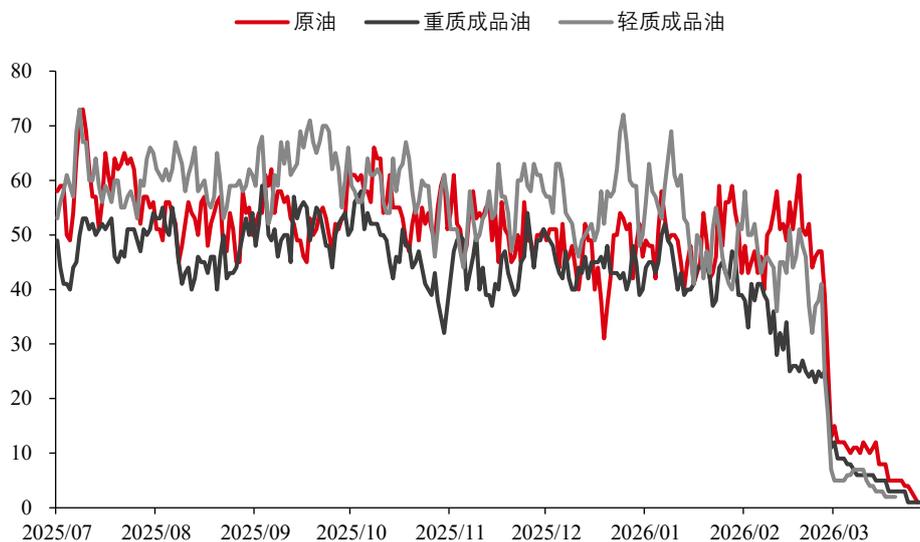
图 1: 霍尔木兹海峡通过油轮数量   单位: 艘 .....	3
图 1: 波斯湾沥青发货量   单位: 千吨/月 .....	4
图 2: 波斯湾沥青发货去向   单位: 无 .....	4
图 4: 中国沥青进口量   单位: 千吨/月 .....	4
图 5: 中国沥青出口量   单位: 千吨/月 .....	4
图 6: 中国沥青进口来源占比   单位: 无 .....	4
图 7: 中国沥青出口去向占比   单位: 无 .....	4
图 8: 委内瑞拉原油发货去向   单位: 千桶/天 .....	5
图 9: 中国稀释沥青进口量   单位: 万吨 .....	5
图 10: 中国马瑞原油到港量   单位: 千桶/天 .....	6
图 11: 2025 年国内沥青炼厂原料结构   单位: 无 .....	6
图 12: 稀释沥青港口库存   单位: 万吨 .....	6
图 13: 稀释沥青关前贴水   单位: 美元/桶 .....	6
图 14: 中国原油到港量   千桶/天 .....	6
图 15: 中国原油到港量-从中东   千桶/天 .....	6
图 16: 中国从加拿大原油进口量   单位: 千桶/天 .....	7
图 17: 中国燃料油进口量   单位: 千桶/天 .....	7
图 18: 山东沥青生产理论利润   单位: 元/吨 .....	7
图 19: 焦化装置利润   单位: 元/吨 .....	7
图 20: 国内沥青装置开工率   单位: 无 .....	8
图 21: 国内沥青产量   单位: 万吨 .....	8
图 22: 国内炼厂沥青排产量-隆众   单位: 万吨 .....	8
图 23: 国内炼厂沥青排产量-百川   单位: 万吨 .....	8
图 24: 国内沥青总需求   单位: 万吨 .....	9
图 25: 国内道路沥青需求   单位: 万吨 .....	9
图 26: 国内船燃市场沥青需求   单位: 万吨 .....	9
图 27: 国内防水市场沥青需求   单位: 万吨 .....	9
图 28: 沥青炼厂库存   单位: 万吨 .....	9
图 29: 沥青社会库存   单位: 万吨 .....	9
图 30: 国内沥青现货价格   单位: 元/吨 .....	10
图 31: 沥青期货月差   单位: 元/吨 .....	10

## 中东地缘冲突持续升级，海峡石油物流接近中断

从3月1日美以与伊朗间的战事爆发以来已历时一个月，期间虽然伊朗方面关于霍尔木兹海峡的通航情况存在多种表述，但基于AIS信号的船舶通过数量已降至极低位，除了少量关闭信号或信号受到干扰的船舶（部分属于伊朗）通过外，霍尔木兹海峡通行物流事实上接近于阻断的状态。

参考Kpler数据口径（主要基于AIS信号），3月份（截至3月30日）霍尔木兹海峡通过油轮数量（不含LPG和LNG船）为454艘，下旬日通行数量基本在个位数，作为对比2月份海峡通过数量为3315艘。

图 1：霍尔木兹海峡通过油轮数量 | 单位：艘

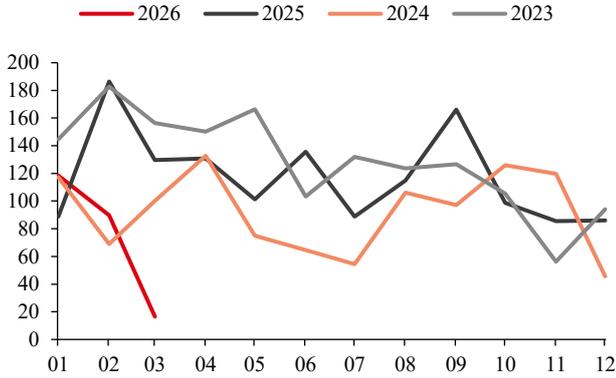


数据来源：Kpler 华泰期货研究院

对于国际沥青市场而言，中东地区是其中一个重要的出口来源。参考Kpler口径，2025年波斯湾沥青出口量约为141.2万吨，占全球海运发货量的7.4%。阿联酋、印度、中国是波斯湾沥青出口的主要去向。

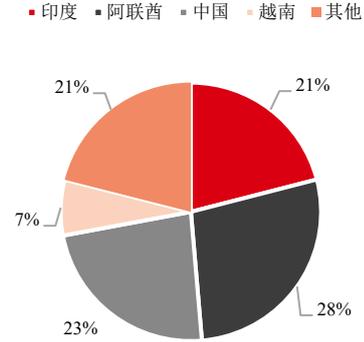
对于我国沥青市场而言，中东是海外沥青直接进口的主要货源地之一。参考海关总署数据，2025年我国沥青进口总量为392.8万吨，前四大来源分别为阿联酋（36%）、韩国（32%）、新加坡（17%）和伊拉克（10%）。因此，霍尔木兹海峡的关闭将导致中东地区沥青供应收紧，此外韩国产量也会由于炼厂被动减产而下滑。虽然我国沥青供应以国产货为主，进口依存度相对不高（约12%），但进口量的减少以及出口量的可能增加还是会给市场带来一定的边际影响。

图 2: 波斯湾沥青发货量 | 单位: 千吨/月



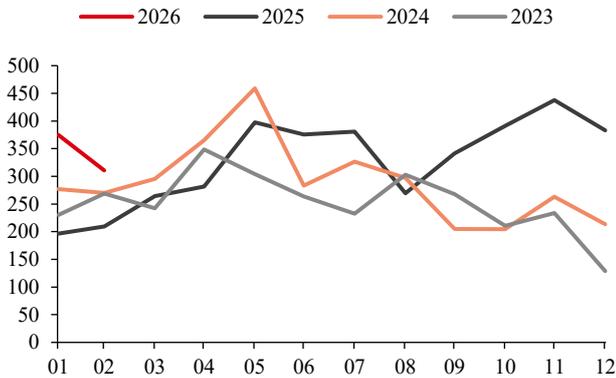
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 3: 波斯湾沥青发货去向 | 单位: 无



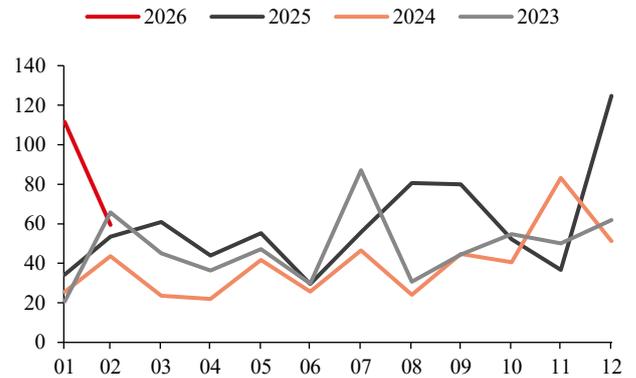
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 4: 中国沥青进口量 | 单位: 千吨/月



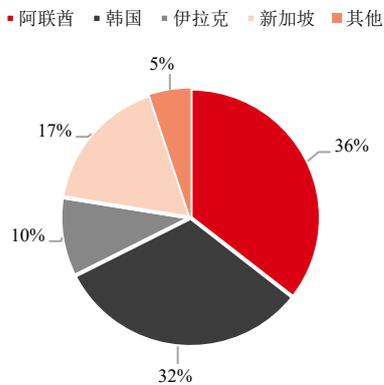
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 5: 中国沥青出口量 | 单位: 千吨/月



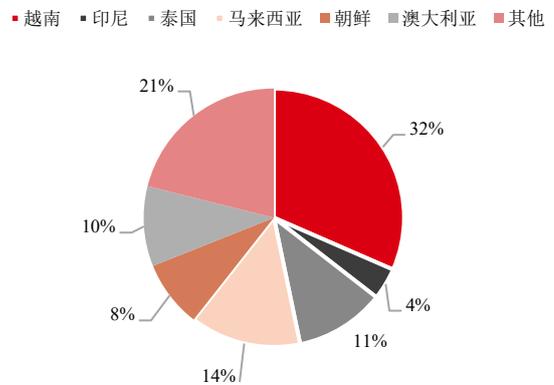
数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 6: 中国沥青进口来源占比 | 单位: 无



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

图 7: 中国沥青出口去向占比 | 单位: 无



数据来源: 海关总署 华泰期货研究院

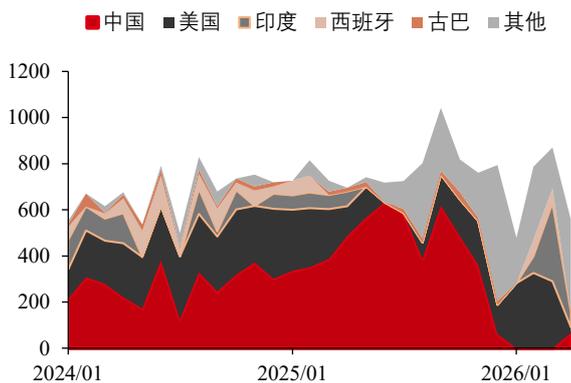
## 原料端矛盾逐渐积累，炼厂减产预期显著强化

除了直接进口的下滑外，中东地缘冲突对国内沥青市场更大的影响在于炼厂原料供应显著收紧，从而引发被动减产。

具体来看，2025 年国内炼厂生产沥青的主要油种是马瑞原油和中东原油。在今年 1 月份委内瑞拉政局变动后，马瑞原油被分流到美国等地，出口到我国的量大幅减少。3 月份霍尔木兹海峡封锁将使得 4 月份中东原油到我国的到港量显著下滑，原料端的矛盾进一步凸显。虽然我国可以从加拿大、南美等地进口原油，但预计难以填补当前缺口，不排除我国再度恢复委油采购的可能（成本相比过去大幅增加）。此外，地方炼厂可以进口俄罗斯、伊朗的原油和燃料油作为加工原料（部分伊朗油轮可以通过海峡，且制裁油前期积累了较多库存），相较于主营炼厂原料的可获得性或更强。

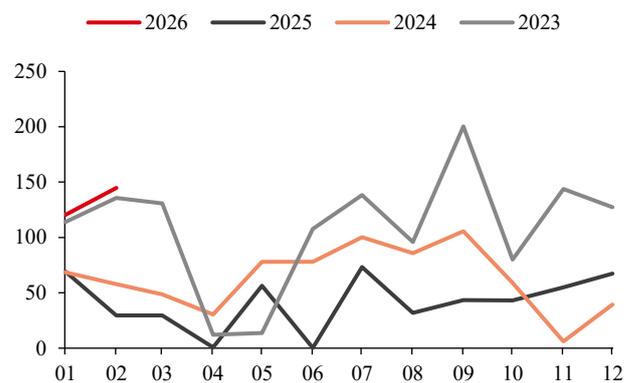
整体来看，虽然存在一些对冲手段，我国沥青炼厂仍面临原油供应收紧的难题，如果霍尔木兹海峡封锁时间继续延长，矛盾将持续积累。

图 8：委内瑞拉原油发货去向 | 单位：千桶/天



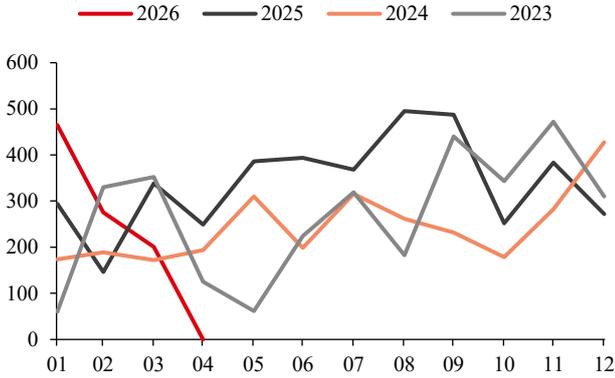
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 9：中国稀释沥青进口量 | 单位：万吨



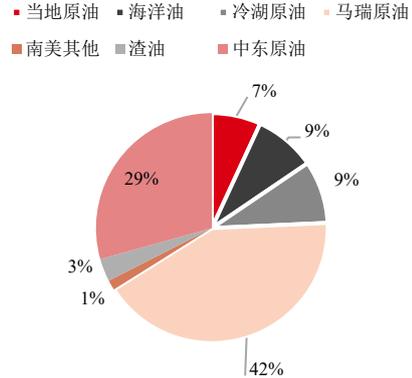
数据来源：海关总署 华泰期货研究院

图 10: 中国马瑞原油到港量 | 单位: 千桶/天



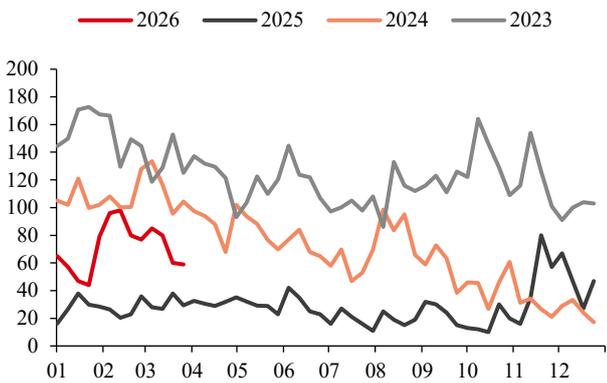
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 11: 2025 年国内沥青炼厂原料结构 | 单位: 无



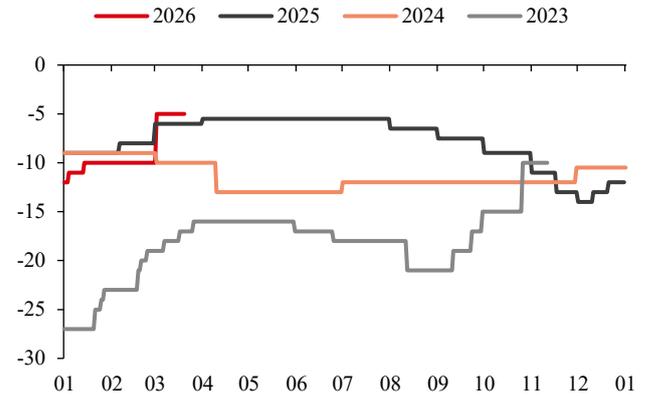
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 12: 稀释沥青港口库存 | 单位: 万吨



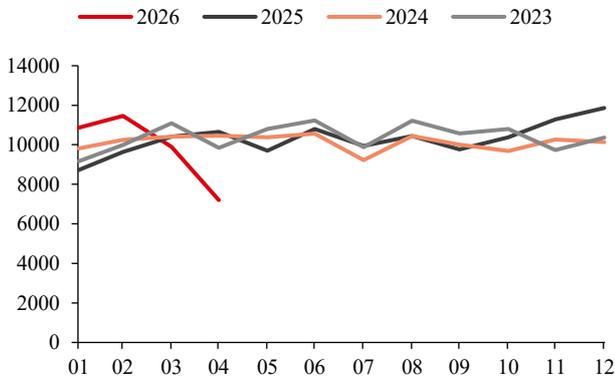
数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 13: 稀释沥青关前贴水 | 单位: 美元/桶



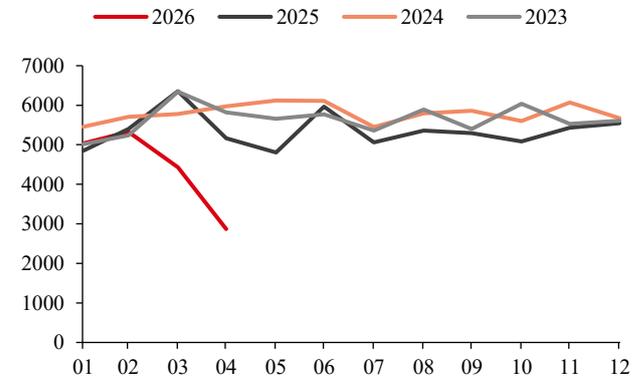
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 14: 中国原油到港量 | 千桶/天



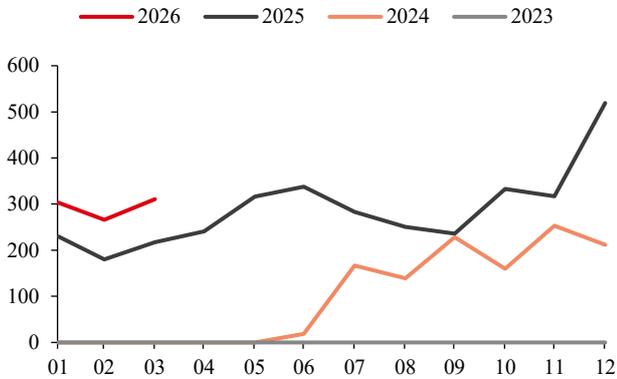
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 15: 中国原油到港量-从中东 | 千桶/天



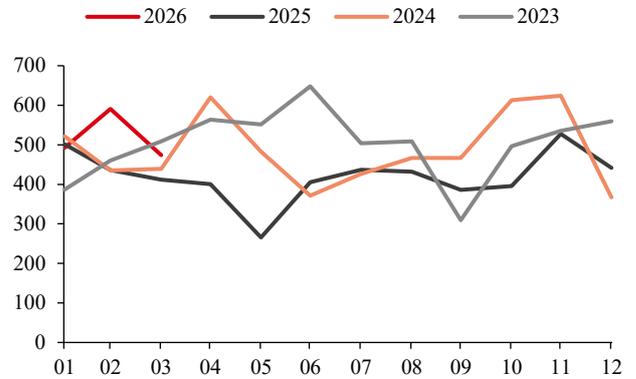
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 16: 中国从加拿大原油进口量 | 单位: 千桶/天



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 17: 中国燃料油进口量 | 单位: 千桶/天

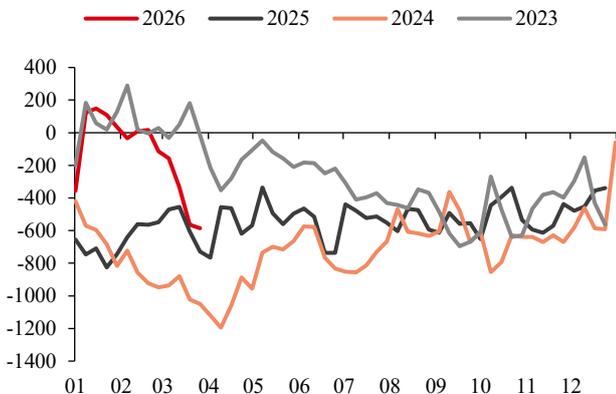


数据来源: Kpler 华泰期货研究院

在原油供应收紧、国际油价高位运行的背景下，沥青成本端驱动偏强，3 月份沥青现货跟随上涨，但价格弹性不足，国内炼厂沥青生产利润压缩，生产动力减弱，整体开工率下滑。此外，对于主营炼厂而言，将优先保供汽柴油和航煤等产品，从而削减沥青产量，因此未来减产预期将主要集中于主营炼厂。

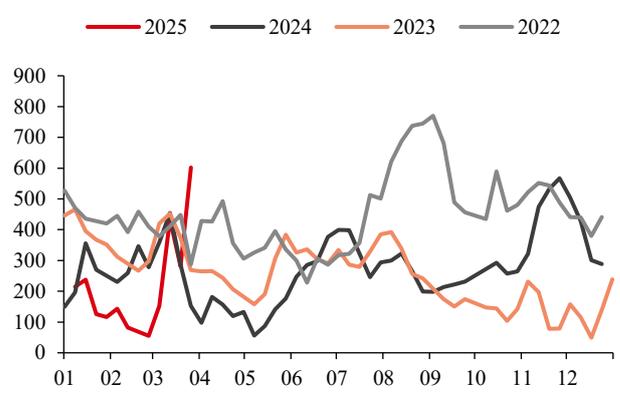
参考隆众资讯口径，4 月份国内沥青排产预计为 152.7 万吨，环比减少 44 万吨，降幅 22.4%，同比减少 76.4 万吨，降幅 33.3%；其中，中石油和中石化 4 月沥青排产量分别为 17.1 和 12 万吨，环比减少 23.4 和 39 万吨；参考百川资讯口径，4 月份国内炼厂沥青排产量预计为 155.4 万吨，环比减少 24.8 万吨，降幅 13.7%。其中中石油和中石化分别减少 18.5 和 22.5 万吨。

图 18: 山东沥青生产理论利润 | 单位: 元/吨



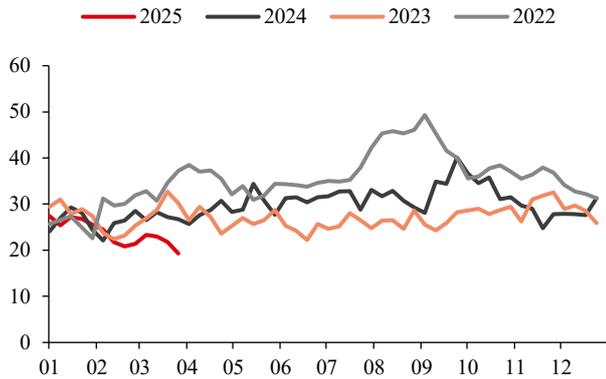
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 19: 焦化装置利润 | 单位: 元/吨



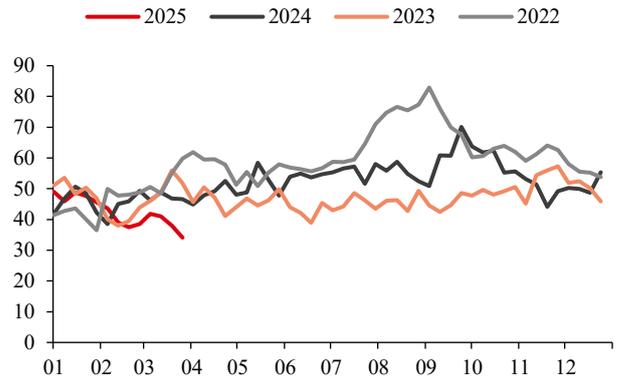
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20:国内沥青装置开工率 | 单位:无



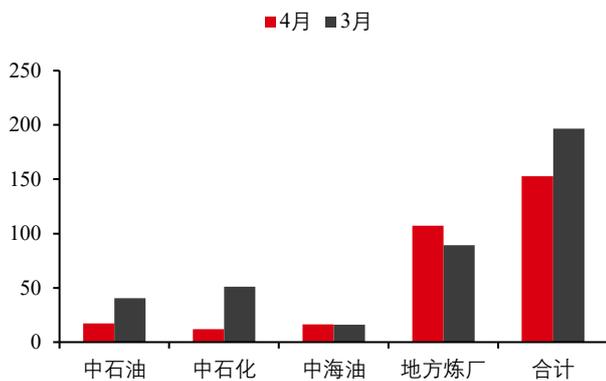
数据来源:隆众资讯 华泰期货研究院

图 21:国内沥青产量 | 单位:万吨



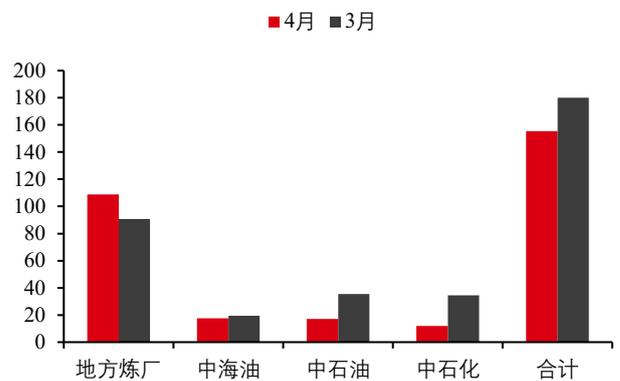
数据来源:隆众资讯 华泰期货研究院

图 22:国内炼厂沥青排产量-隆众 | 单位:万吨



数据来源:隆众资讯 华泰期货研究院

图 23:国内炼厂沥青排产量-百川 | 单位:万吨



数据来源:百川资讯 华泰期货研究院

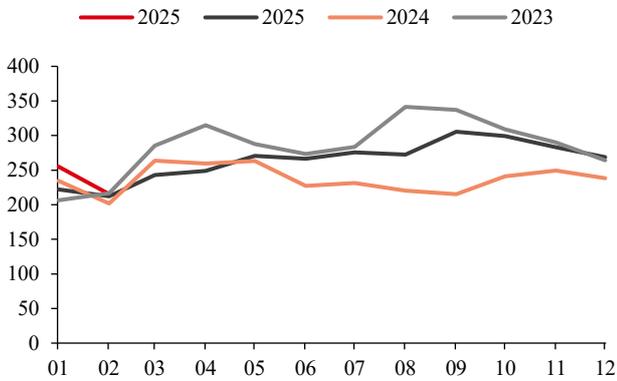
## 供应端减量驱动下, 沥青去库预期偏强

在装置开工率下滑、进口资源收紧的背景下, 近期沥青累库幅度低于季节性。而随着原料端矛盾持续积累, 叠加主营炼厂保供汽柴油的必要性, 4月份国内炼厂沥青产量或将迎来加速下滑。与此同时, 沥青终端消费虽势头较弱, 但存在一定刚需支撑, 且参照季节性规律, 二季度还有增长空间。如果供应端预期兑现, 国内沥青平衡表将显著收紧, 库存进一步去化。

整体来看, 当前市场主要矛盾是霍尔木兹海峡封锁导致的原油供应收紧, 源头来自于伊朗与美国以色列双方的冲突。截至现在局势依然十分不明朗, 无论是加剧(地面战)还是缓和(谈判)的可能都无法忽视, 加上特朗普言论的变化, 市场情绪溢价短期或反复摆动, 对于沥青期货绝对价格形成干扰。而相较于情绪端, 沥青现实基本面的矛盾正在逐渐显性化, 在海峡通航实质性恢复前, 现货与盘面市场结构将持续受到

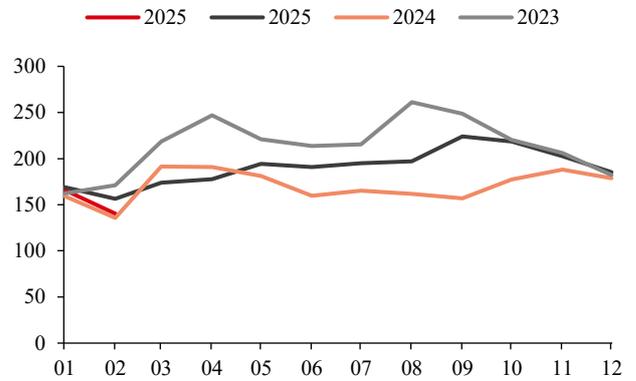
支撑。

图 24: 国内沥青总需求 | 单位: 万吨



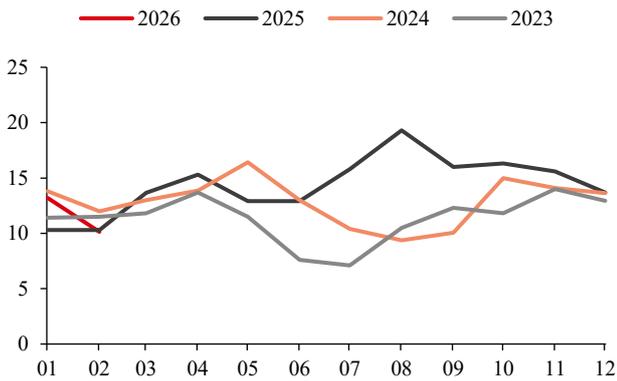
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 25: 国内道路沥青需求 | 单位: 万吨



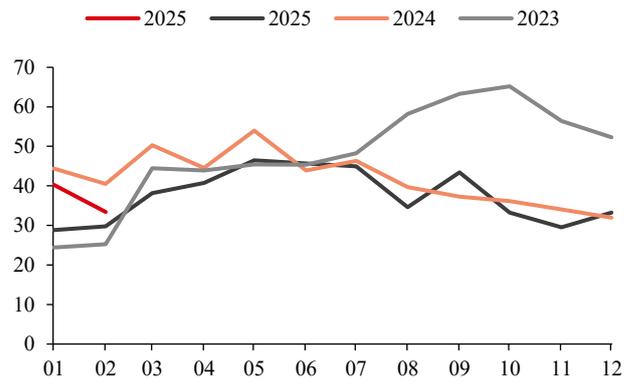
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 26: 国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨



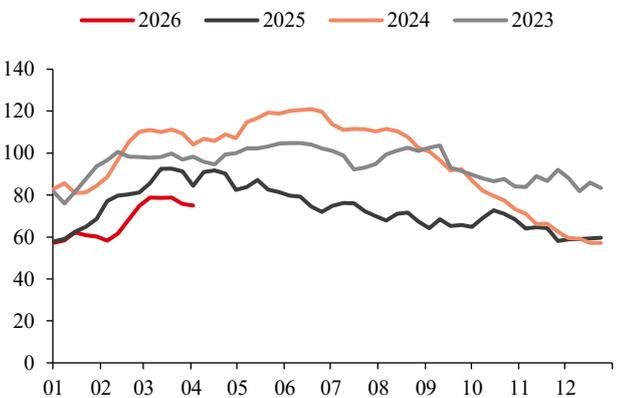
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 27: 国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨



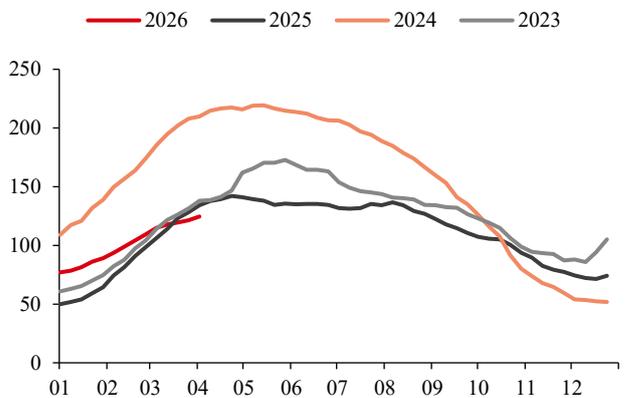
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 28: 沥青炼厂库存 | 单位: 万吨



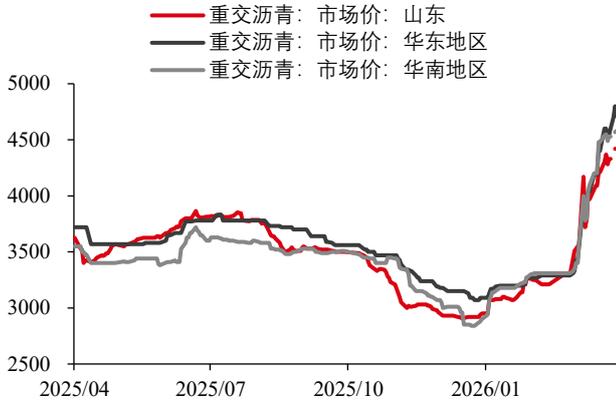
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 29: 沥青社会库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 30: 国内沥青现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 31: 沥青期货月差 | 单位: 元/吨



数据来源: 钢联 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](http://www.htfc.com)