

目 录

第一部分 前言概要	2
【行情回顾】	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
第二部分 基本面情况	3
一、 行情回顾	3
二、 供应概况	4
三、 需求概况	6
四、 库存与估值	7
第三部分 后市展望及策略推荐	10
免责声明	11

供需双弱持续

第一部分 前言概要

【行情回顾】

11月上旬油价震荡维持，沥青成本端较10月初有所上升，在现货价格经历大幅下跌后，炼厂利润回落至近五年同期偏低水平，沥青现货价格企稳。油价宽幅波动过程中，沥青价格弹性明显偏弱，偏弱震荡。11月下旬，油价在过剩预期下承压下行，沥青成本端无上行驱动，原料贴水回落显著。沥青供需继续走弱，月末供应大幅下降，需求同样降至历史同期低位水平，低库存对现货价格存在一定支撑。

【市场展望】

短期油价大幅走弱，叠加原料贴水处于低位，沥青成本端支撑有限，但还需关注美国与委内局势的发展。低供应和低库存对现货价格存在一定支撑，沥青跌幅弱于原油，炼厂利润小幅回升，现货估值偏高，盘面预计窄幅震荡。中期来看，市场对于明年的需求暂无乐观预期，等待冬储成本落地，沥青波动率明显弱于原油，主力合约 BU2601 运行区间预计 2950~3100 元/吨。

【策略推荐】

- 1.单边：窄幅震荡。
- 2.套利：观望。
- 3.期权：BU2601 合约卖出虚值看涨期权。

风险提示：美国与委内局势的发展、宏观政策因素扰动。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：董川

邮 箱：

tongchuan_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F3071222

投资咨询资格证号：Z0017010

研究员：吴晓蓉

邮 箱：

wuxiaorong_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03108405

投资咨询资格证号：Z002153

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考



银河期货

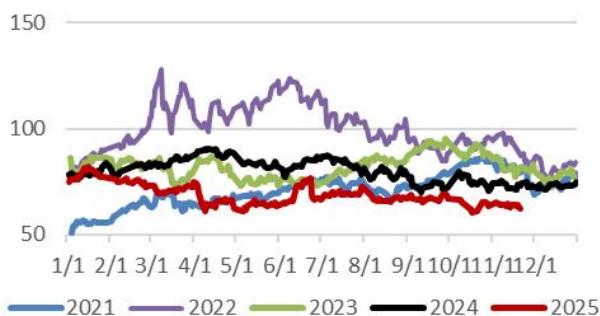
第二部分 基本面情况

一、行情回顾

11 月上旬，沥青供需同步走弱，炼厂库存止跌企稳，但同比仍处于五年同期低点；社会库存环比继续下降，处于近五年同期中性水平。产业链整体库存处于偏低水平，但低库存年底对沥青价格支撑力度有限。油价维持震荡，成本端较 10 月初有所上升，在现货价格经历大幅下跌后，炼厂利润回落至近五年同期偏低水平，沥青现货价格企稳。油价宽幅波动过程中，沥青价格弹性明显偏弱，偏弱震荡。11 月下旬，油价在过剩预期下承压下行，沥青成本端无上行驱动。原料贴水回落显著，带动炼厂利润有所反弹，沥青现货估值偏高。沥青供需继续走弱，月末供应大幅下降，需求同样降至历史同期低位水平，炼厂库存维持低位，社会库存环比继续回落，低库存对现货价格存在一定支撑。

图 1：Brent 主力价格

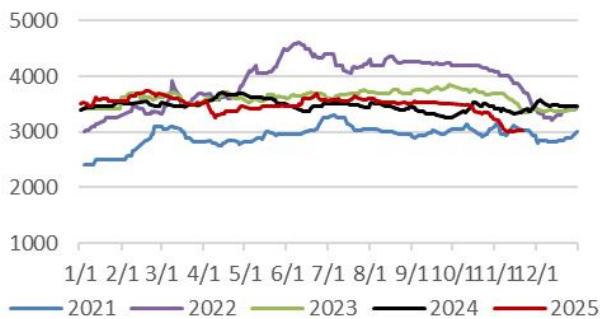
单位：美元/桶



数据来源：银河期货，彭博

图 3：山东沥青市场低价

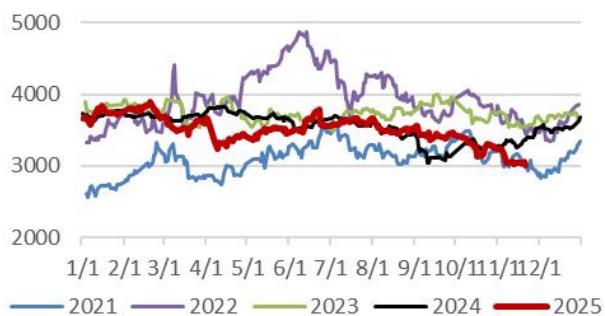
单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 2：沥青主力合约收盘价

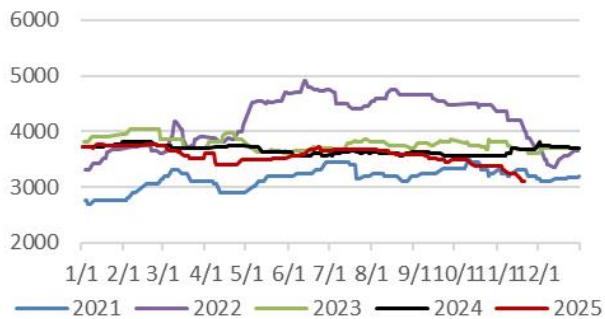
单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 4：华东沥青市场低价

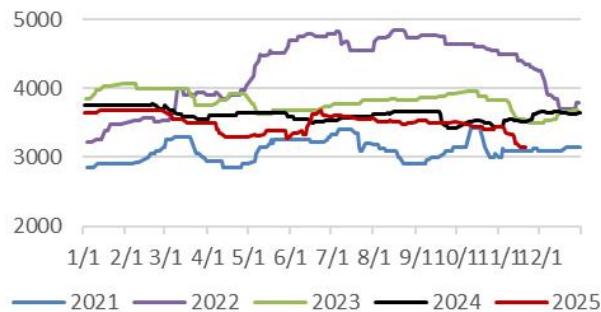
单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 5：华南沥青市场低价

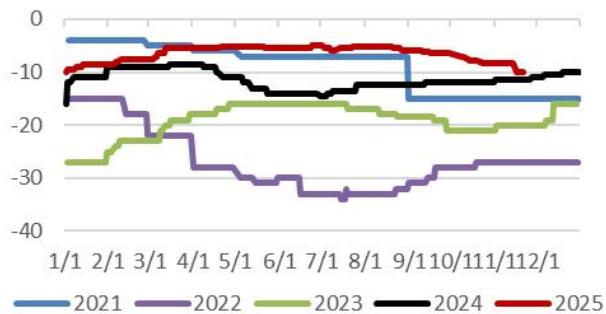
单位：元/吨



数据来源：银河期货，隆众

图 6：稀释沥青到岸贴水

单位：美元/桶



数据来源：银河期货，钢联

二、供应概况

据百川盈孚统计，2025 年 1-10 月中国沥青产量 2361 万吨，同比增加 267 万吨，同比上涨 13%。其中，中石油炼厂沥青产量 456 万吨，同比增加 109 万吨，同比上涨 31%；中石化炼厂沥青产量 547 万吨，同比减少 51 万吨，同比下降 8%；中海油沥青产量 168 万吨，同比上涨 7%；地炼沥青产量 1190 万吨，同比增加 198 万吨，同比上涨 20%。

按目前排产计划统计，2025 年 1-11 月中国沥青产量预计 2585 万吨左右，同比增加 260 万吨，同比上涨 11%，其中，预计中石油炼厂沥青产量 497 万吨左右，同比增加 117 万吨，同比上涨 31%；中石化炼厂沥青产量 582 万吨左右，同比减少 81 万吨，同比下降 12%；中海油沥青产量 188 万吨左右，同比上涨 9%；地炼沥青产量预计 1319 万吨左右，同比增加 209 万吨，同比上涨 19%。

据百川盈孚统计，地炼 12 月沥青排产计划 126 万吨左右，环比 11 月排产计划减少 3 万吨(10 月中旬统计)，环比下跌 3%，同比增加 14 万吨，同比上涨 13%。进入 12 月，北方需求进一步减少，部分炼厂计划降低沥青产量，加上个别炼厂检修停产，此外焦化效益较好，个别炼厂转产渣油，不过多数炼厂原料供应充足，加上有锁价合同等待交付，同时生产沥青效益支撑，地炼沥青产量整体仍维持在较高水平，总量环比减量不明显，同比仍上涨 13%。

10 月国内沥青进口 39.1 万吨，环比增加 4.9 万吨，同比增加 18.6 万吨，其中两大主要进口来源国韩国和阿联酋进口量环比小幅下行，伊拉克进口量上行明显。2025 年 1-10 月沥青共进口 310.8 万吨，同比去年进口增加 12.0 万吨 (+4.0%)。其中东南亚总进口小幅下行，进口量占比下行约 5 个百分点，而韩国与中东地区进口均上行。

图 7：地炼沥青月度产量

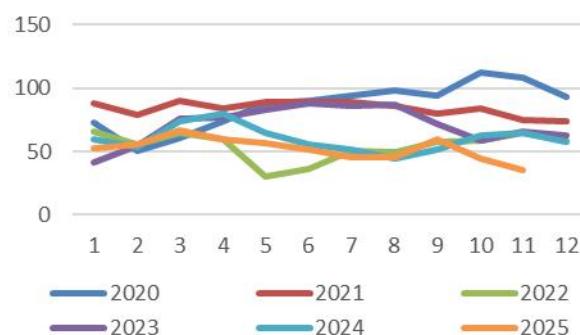
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 8：中石化沥青月度产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 9：中石油沥青月度产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 10：中海油沥青月度产量

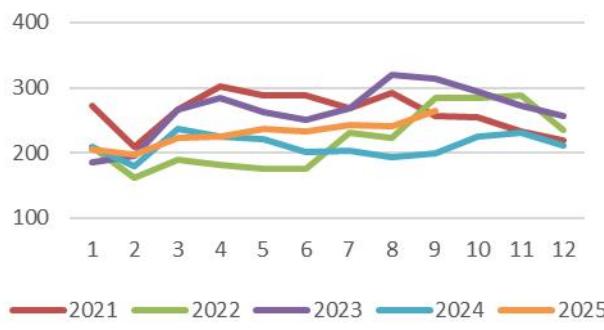
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 11：沥青月度产量

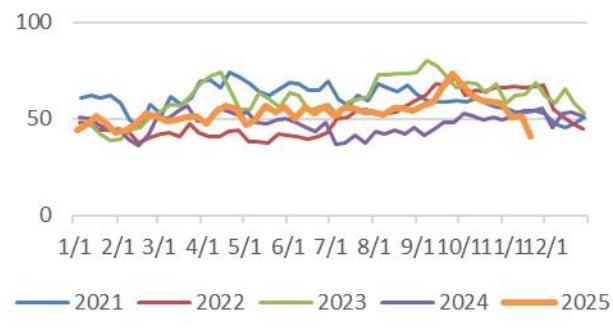
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 12：沥青周度产量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 13：沥青月度进口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 14：沥青月度出口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

三、需求概况

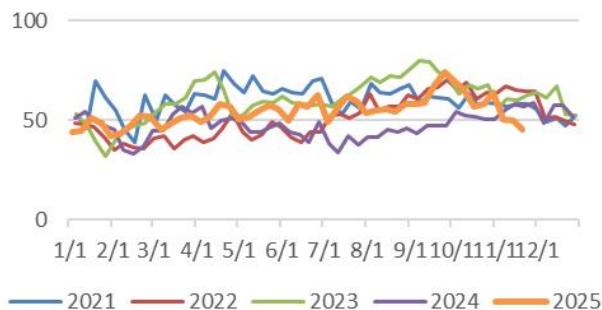
2025 年 11 月，国内沥青市场需求整体呈现逐步疲弱态势。北方地区因天气转冷，终端施工基本停滞，需求显著下滑；南方地区赶工需求释放也较为有限，整体表现平淡。市场观望情绪浓厚，中下游用户普遍按需采购，等待冬储政策出台。

炼厂端炼厂出货量处于同期偏低位水平且持续下行，11 月 21 日当周出货量 45.3 万吨，环比上月减少 12.9 万吨 (-22%)，同比去年减少 5.3 万吨 (-11%)。

终端需求，道路改性沥青开工继续缓慢上行，截至 11 月 21 日开工率为 34%，环比上月增加 2 个百分点，同比去年高 9 个百分点，但仍处于同期中位水平。防水卷材开工率小幅回升但仍处于同期低位水平，环比上月上行 3 个百分点至 33%。

图 15：沥青炼厂周度出货量

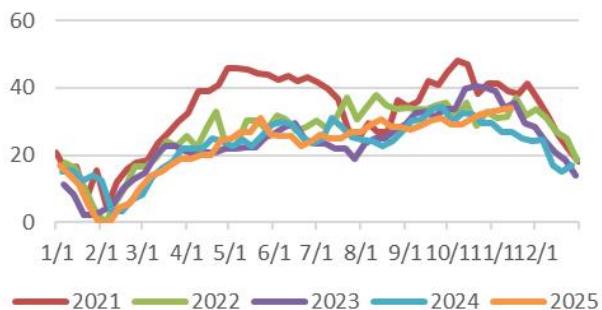
单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 17：道路改性沥青产能利用率

单位：%



数据来源：银河期货，钢联

四、库存与估值

2025 年 11 月，国内沥青炼厂总库存水平整体波动下行，从月初的 29.90%逐步下降至月末的 25.93%。本月需求端表现疲软，北方地区气温下降项目逐步停工，南方则受降雨等因素制约。为应对出货压力，各地炼厂普遍采取停产、转产或执行优惠政策等方式主动去库存，长三角、华南地区均通过减产降低总库存。

2025 年 11 月，沥青社会库存呈现持续去化态势，库存率从月初的 31.33%稳步下降至月末的 25.90%。本月北方地区因气温下降，项目基本收尾，需求停滞导致社会库存处于低位且去库缓慢；而南方华中、华南及西南等地在天气平稳支撑下，部分项目赶工带动社会库出货，成为去库主力。部分地区虽有船运资源入库，但整体入库量有限。社会库库存总量由 186 万吨减少至 154 万吨，显示市场整体以消耗现有库存为主，贸易商多观望并等待冬储政策。

成本端，11 月份原油供需过剩的基本面、反复博弈的地缘冲突以及宏观情绪未实现共振，

图 16：沥青周度需求量

单位：万吨



数据来源：银河期货，百川盈孚

图 18：防水卷材开工率

单位：%



数据来源：银河期货，钢联

油价在过剩预期下偏弱势区间震荡，Brent 主力合约月间在 62 至 65 美金/桶区间震荡。原料贴水持续下行，稀释沥青贴水截至 11 月 25 日为-10 美元/桶，较上月下行 1.8 美元/桶。沥青加工利润截至 11 月 21 日为 30.0 元/吨，月末因油价显著下行利润小幅改善，较 10 月末上行约 10.4 元/吨。

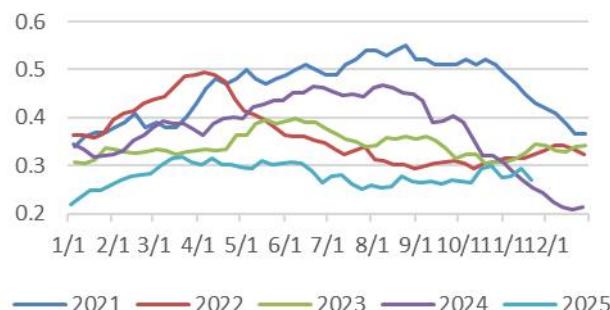
基差方面，沥青期货盘面价格及现货市场价格均持续下行，华南市场现货下跌幅度较大，华南炼厂开工低位但需求疲弱，低价资源充裕，基差环比 10 月末下行 65 元至 141 元/吨；山东部分炼厂转产或低产，现货供应收紧，需求因气温下行也同步减弱，基差环比 10 月末上行 35 元至 151 元/吨；华东基差环比下行 45 元至 91 元/吨。

沥青 12 月报

2025 年 11 月 28 日

图 19: 沥青炼厂库存率

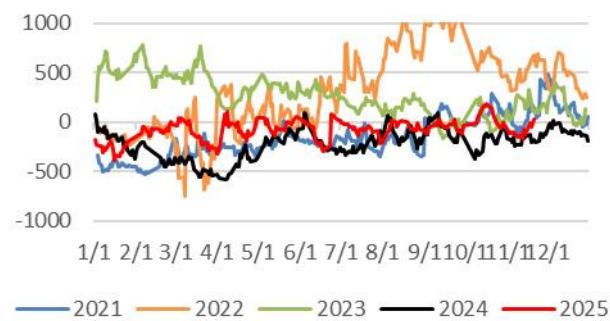
单位: %



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 21: 沥青型炼厂加工利润

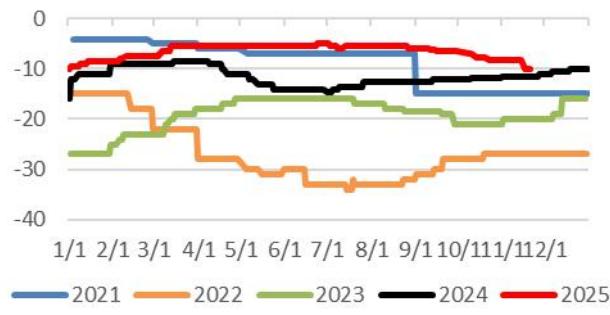
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 23: 稀释沥青贴水

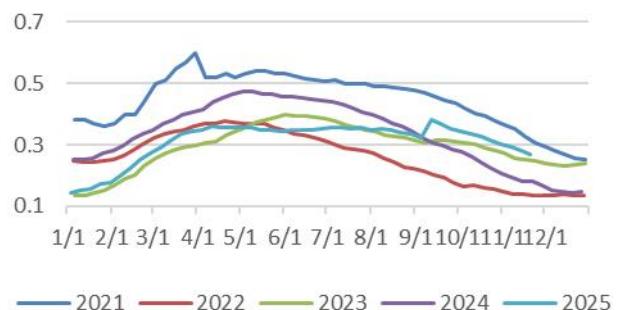
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, 钢联

图 20: 沥青社会库存率

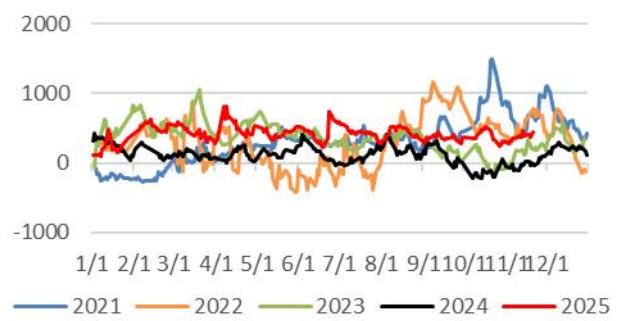
单位: %



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 22: 成品油综合炼厂加工利润

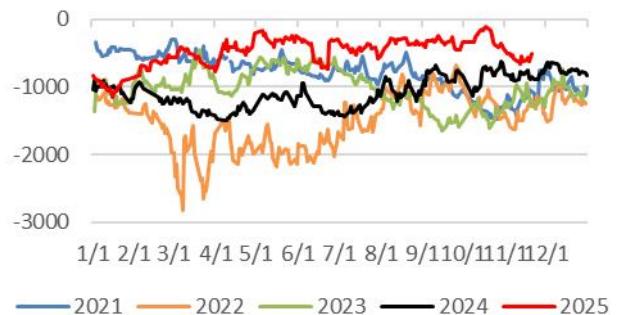
单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, 百川盈孚

图 24: 沥青现货裂解价差

单位: 元/吨



数据来源: 银河期货, 钢联, 彭博

第三部分 后市展望及策略推荐

短期油价大幅走弱，叠加原料贴水处于低位，沥青成本端支撑有限，但还需关注美国与委内局势的发展。低供应和低库存对现货价格存在一定支撑，沥青跌幅弱于原油，炼厂利润小幅回升，现货估值偏高，盘面预计窄幅震荡。中期来看，市场对于明年的需求暂无乐观预期，等待冬储成本落地，沥青波动率明显弱于原油，主力合约 BU2601 运行区间预计 2950~3100 元/吨。

策略推荐：

1. 单边：窄幅观望。
2. 套利：观望。
3. 期权：BU2601 卖出虚值看涨期权。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799