



南华期货  
NANHUA FUTURES

股票简称：南华期货  
股票代码：603093

NANHUA  
BRINGS YOU MORE

# 燃料油：成本支撑主导，需求边际向好

## ——2021年春季燃料油行情分享

咨询服务部  
顾双飞  
投资咨询证号：Z0013611

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

# 目录

Contents

01

IM02020一周年回顾

02

燃料油需求总体延续复苏节奏

03

原油下方空间有限

04

燃料油消费尚有增长空间

05

策略推荐



南华期货  
NANHUA FUTURES

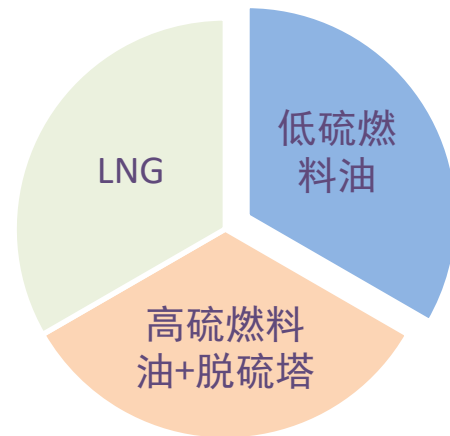
01

## IM02020一周年回顾

低硫元年遭遇乱世之秋



- 2016年10月，国际海事组织(IMO)确认将2020年1月1日定为全球船舶燃油硫含量不应超过0.50% m/m标准的实施时间。
- 三个解决途径：



### 低硫燃料油元年大事记

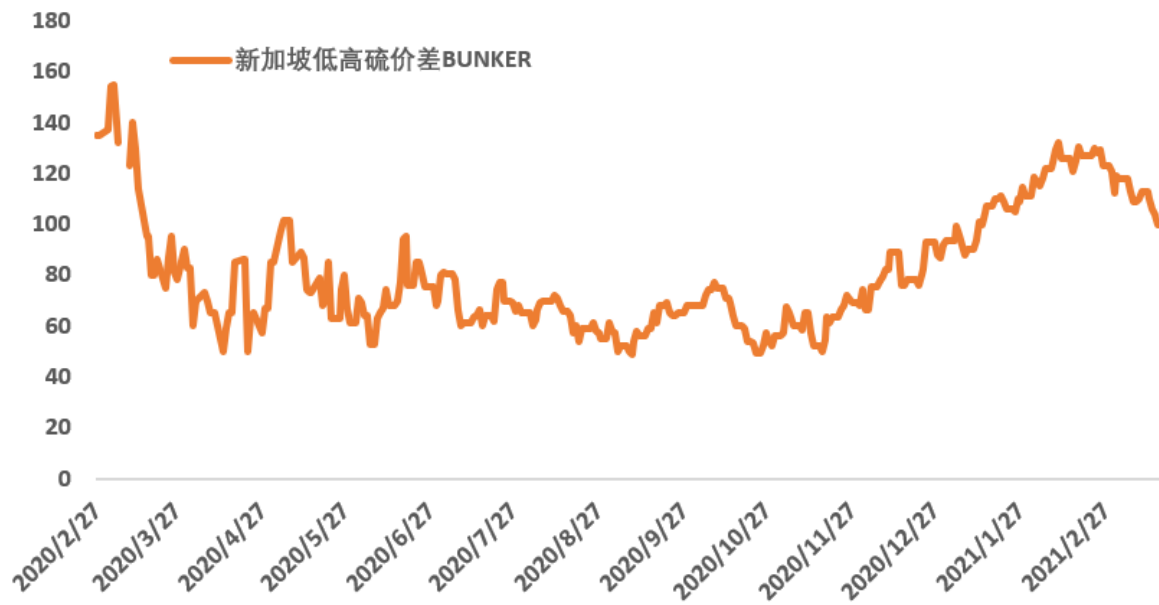
- 2020年1月22日，财政部、税务总局、海关总署联合发布《关于对国际航行船舶加注燃料油实行出口退税政策的公告》
- 2020年2月1日起，对国际航行船舶在中国沿海港口加注的燃料油，实行出口退（免）税政策，增值税出口退税率为13%
- 2020年4月28日，下达2020年第一批低硫船用燃料油出口配额，中石化、中石油、中海油、中化、浙石化分享了共计1000万吨的出口配额
- 2020年6月22日，上海能源交易中心低硫燃料油（LU）正式上市

## 低硫元年遭遇乱世之秋

- 低高硫转换初期，低硫供应缺口较大，贸易商囤积大量低硫燃料油，低硫燃料油成了市场的“香饽饽”；
- 遭遇新冠疫情冲击，全球海运市场急剧降温，燃料油需求骤降；
- 海运市场降温，低硫燃料油受冲击较高硫燃料油更为严峻，低高硫价差迅速缩窄；
- 2020年三季度后，海运市场复苏，低硫燃料油需求边际增加更快，低高硫价差再度走扩；
- 低硫燃料油供应总体并无供应缺口，2020年下发的1000万吨低硫燃料油国内出口配额没有用完。

## 低高硫价差是需求端的一种表征

新加坡低高硫加油价差（美元/吨）



资料来源：FIS 南华研究





南华期货  
NANHUA FUTURES

# 02

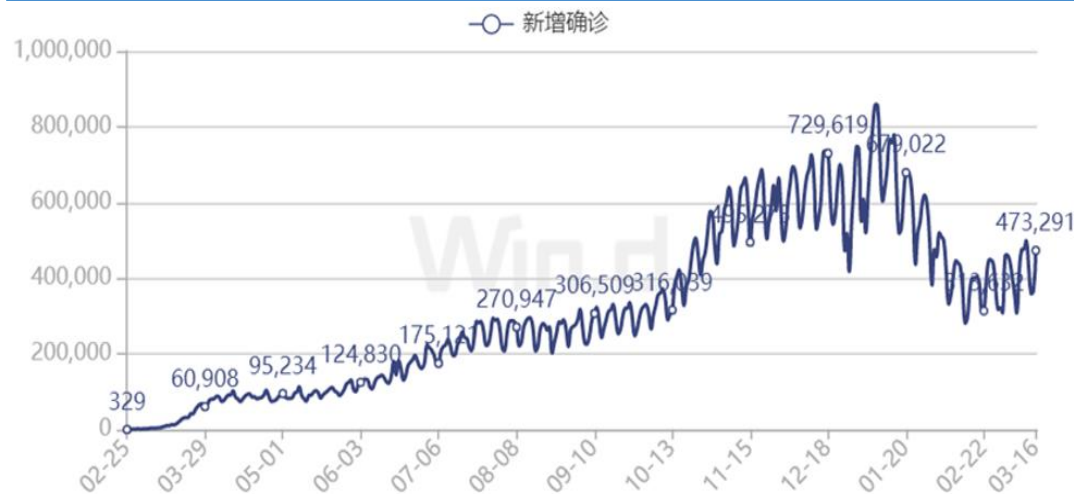
## 燃料油需求总体延续复苏节奏

虽有往复，大势不改



## 疫苗接种比例增加，新增确诊人数下降

海外新冠肺炎疫情新增确诊人数（人次）



资料来源：万得

- 疫情控制总体向好；
- 美国和英国在2021年二季度末或将达到近60%的接种比例，并在三季度实现群体免疫；
- 或有疫苗问题、病毒变异等扰动，但对需求冲击不会很大。

### 海外需求持续复苏，财政货币双管齐下

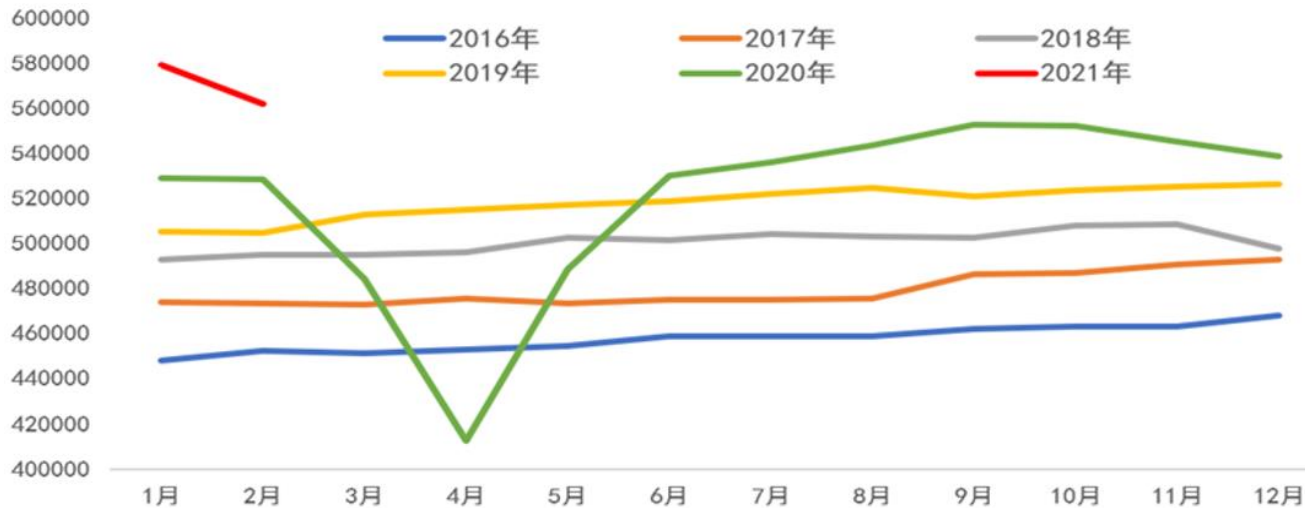
美国进口金额（百万美元）



- 美国参众两院通过了拜登政府1.9万亿美元的“美国拯救计划”
- 拜登政府仍积极致力于推行超过2万亿规模的基建计划

资料来源：万得

美国零售及服务金额（百万美元）

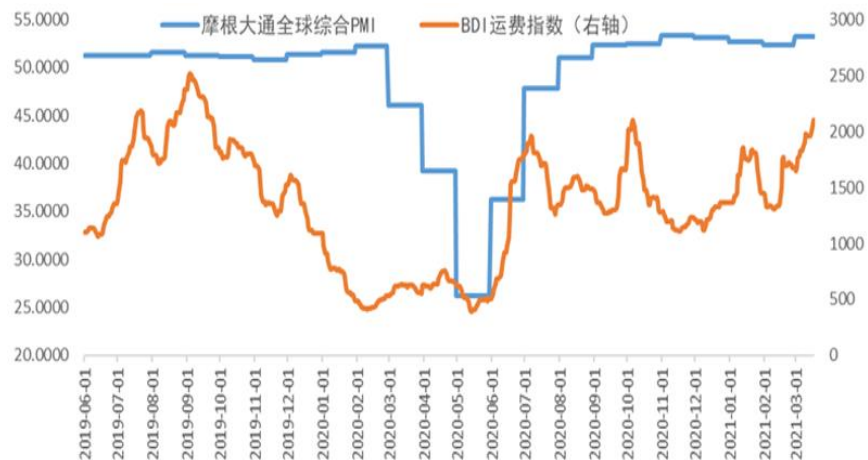


资料来源：万得 南华研究

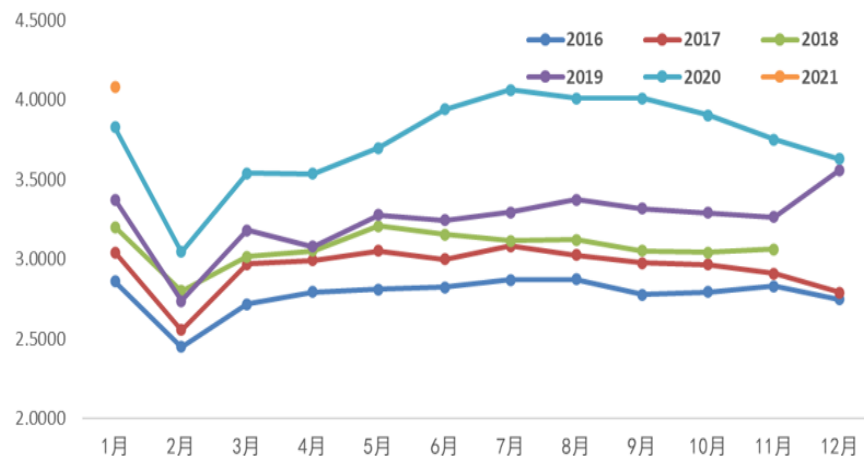
美国零售数据好于往年同期值

## 需求恢复推动贸易往来，利好燃料消费

摩根大通全球综合PMI指数及BDI运费指数



我国港口外贸货物吞吐量 (亿吨)



资料来源：万得 南华研究

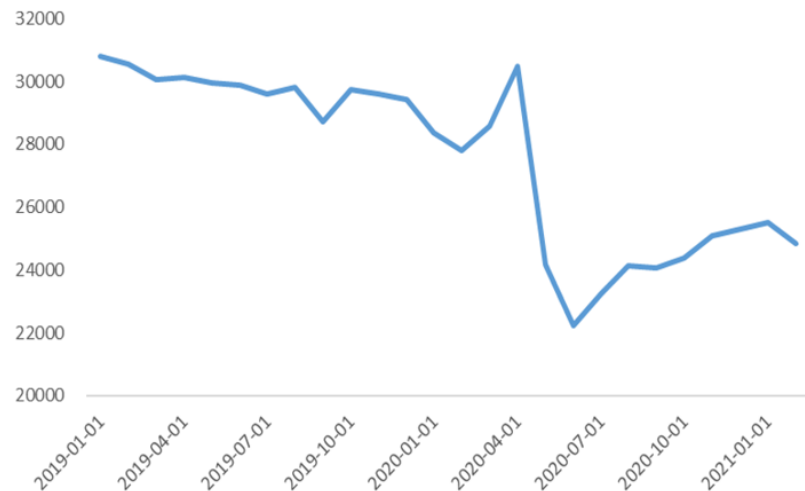


# 03

## 原油下方空间有限

供应端干预将成为限制原油下跌的中坚力量

欧佩克原油产量（千桶/天）



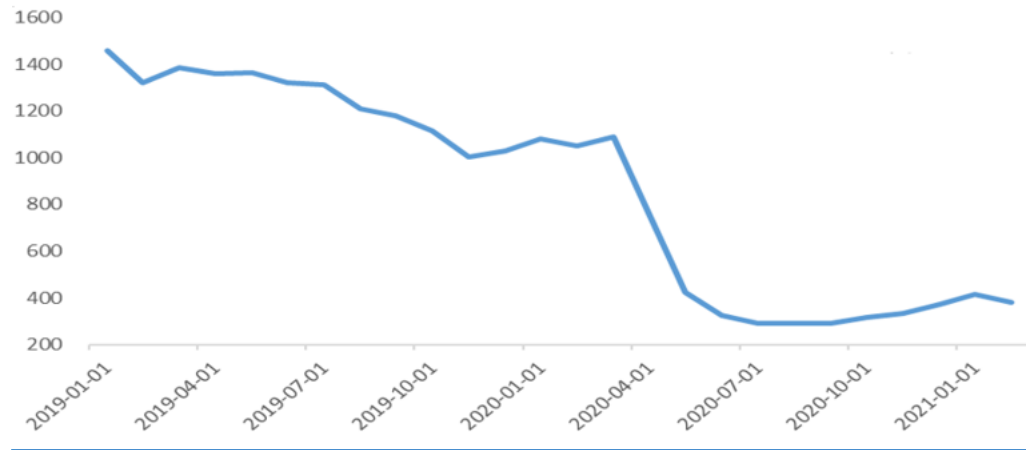
美国原油产量（千桶/天）



资料来源：万得 EIA OPEC 南华研究

当前原油价格尚处于沙特综合盈亏成本线以下

美国油井新钻数



资料来源：万得 EIA 南华研究

- OPEC+难以承受油价长期维持60美元以下的后果；
- 未来需求端的反弹即使不及预期般强劲，但亦不存在大幅萎缩的可能；
- 未来原油供应端的发力，将成为限制原油价格大幅下跌的中坚力量

页岩油短期依然难以吸引新增产业投资资金介入





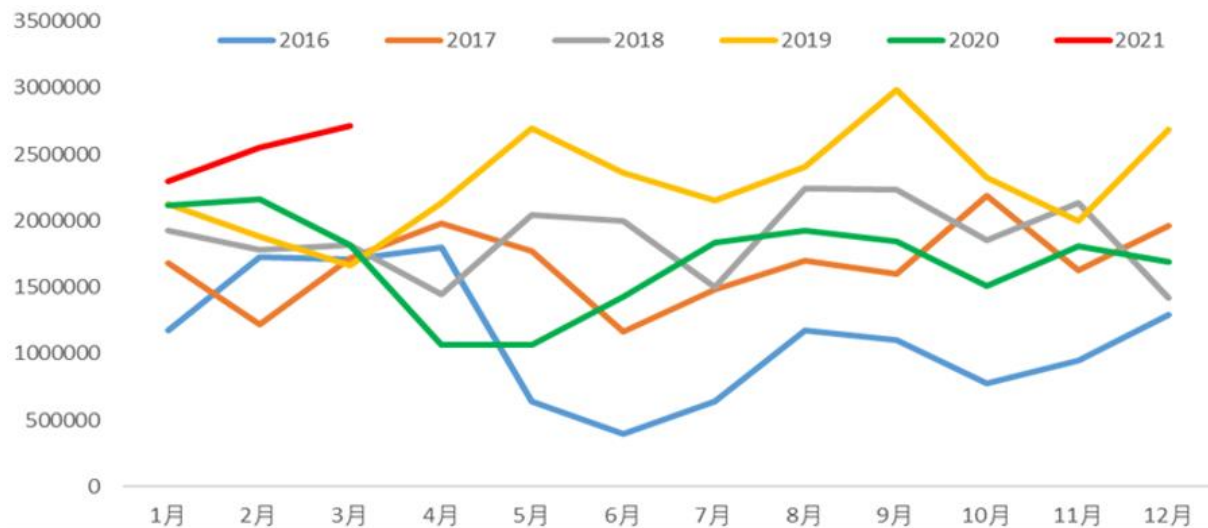
南华期货  
NANHUA FUTURES

# 04

## 燃料油消费尚有增长空间

## 燃料油供给增加，但依然维持去库节奏

中东地区燃料油供应（吨）

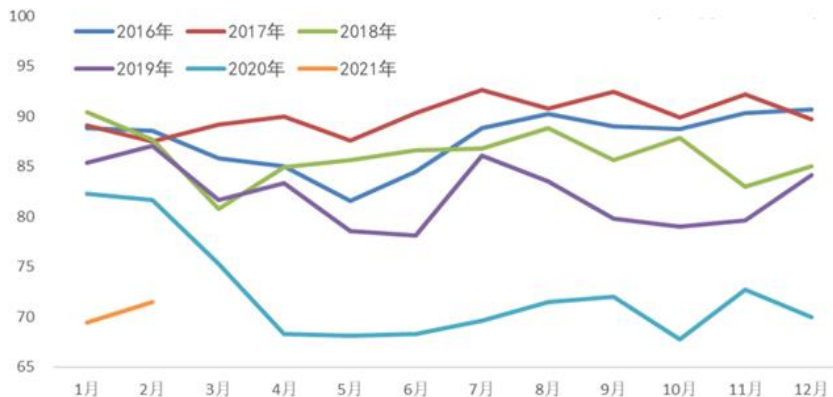


中东地区的燃料油供应却有了较大幅度的反弹，已经超过了往年同期平均水平

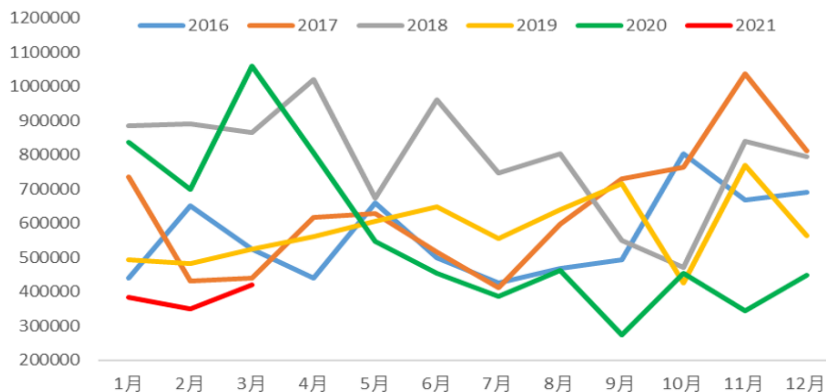
资料来源：路透 南华研究

## 亚洲以外炼厂产能尚未恢复

欧洲炼厂开工率季节性(%)



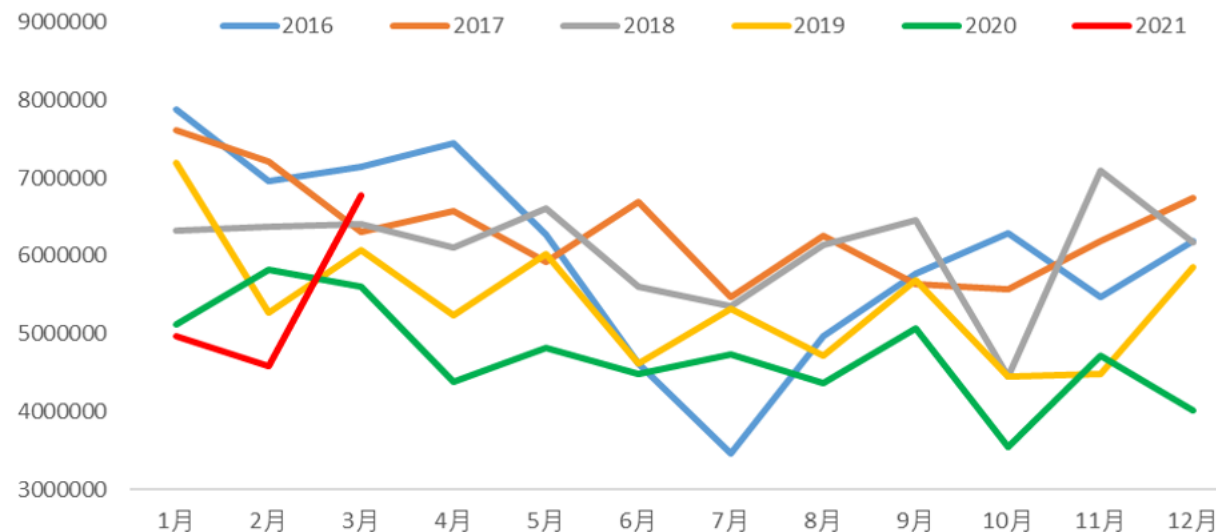
亚洲外地区燃料油供应(吨)



资料来源：OPEC 路透 南华研究

侧面验证了，未来原油价格支撑的主要驱动依然在供给端，而不是需求端

燃料油贸易向亚洲总供应季节性（吨）



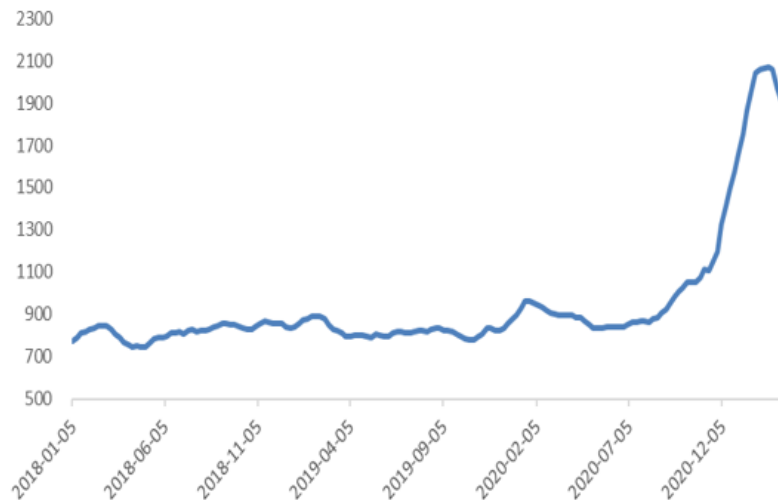
资料来源：路透 南华研究

中东和欧洲流向亚洲的燃料油体量在今年一季度有较大幅度的恢复；

后疫情时期，亚太地区的航运需求支撑了全球主要的燃料油消费力量。

## 燃料油需求依然有上升空间，亚太地区维持去库周期

我国出口集装箱运价指数



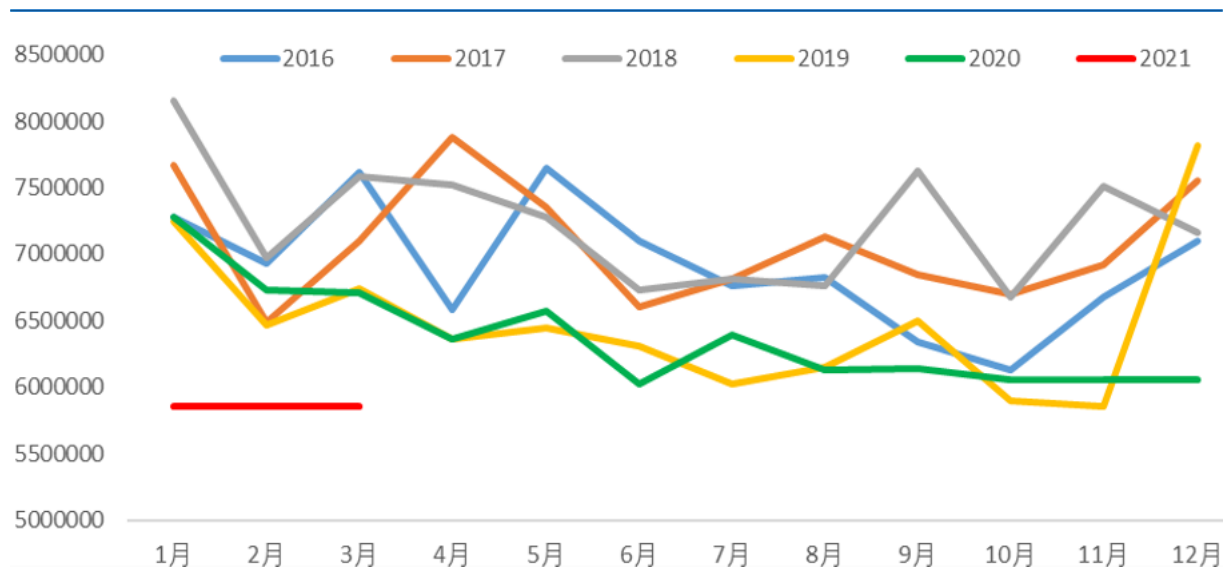
远东干散货运价指数



资料来源：万德 南华研究

### 航运行业的复苏对燃料油消费的提振依然没有到达疫情前水平

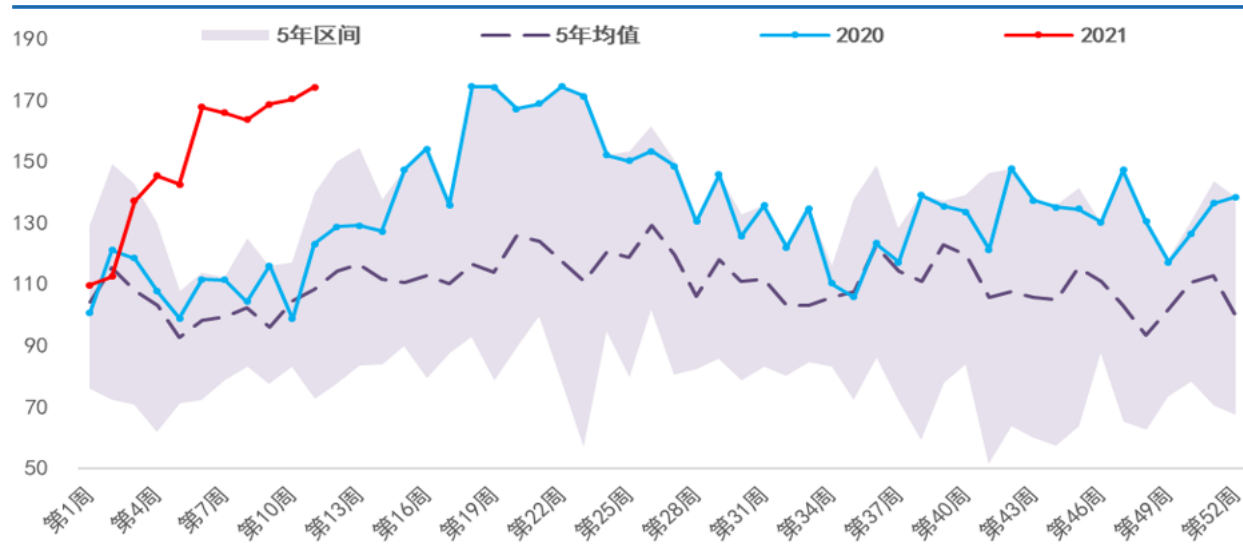
预估亚太地区燃料油需求（吨）



资料来源：路透 南华研究

## 东西燃料油库存走势分化，东方维持去库节奏

ARA 地区燃料油库存季节性（万吨）



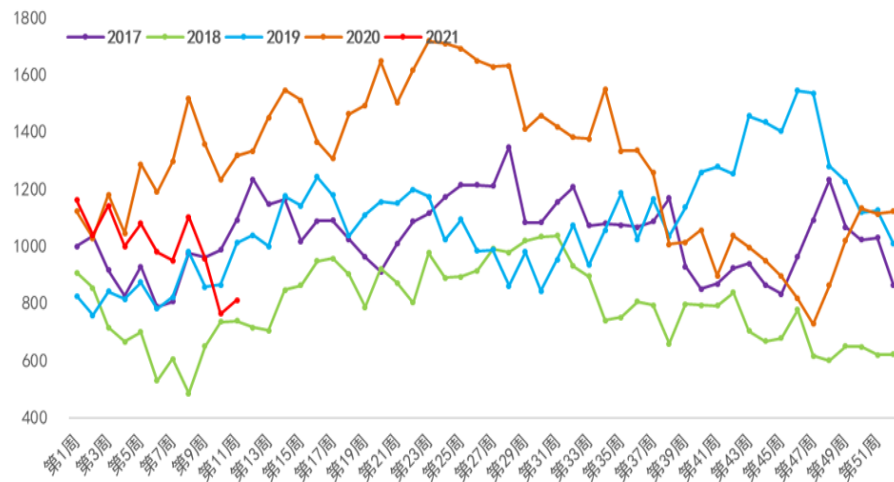
欧洲需求恢复缓慢

资料来源：彭博 PJK 南华研究

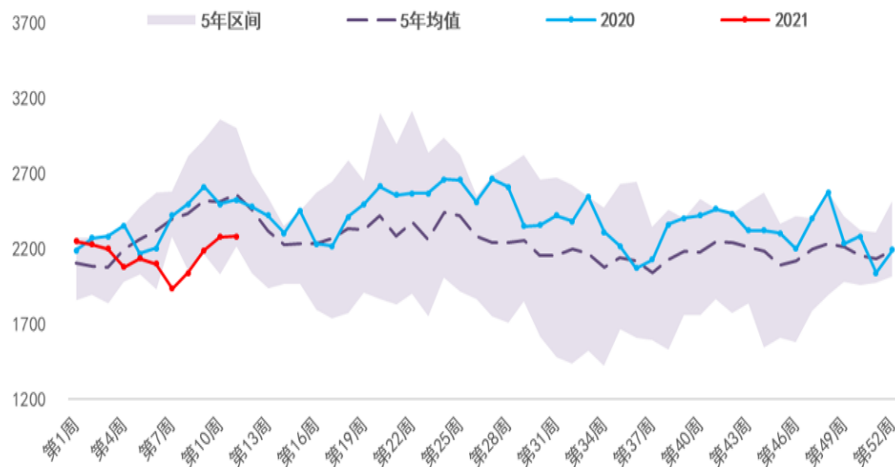


## 东西燃料油库存走势分化，东方维持去库节奏

富查伊拉地区燃料油库存季节性（万桶）



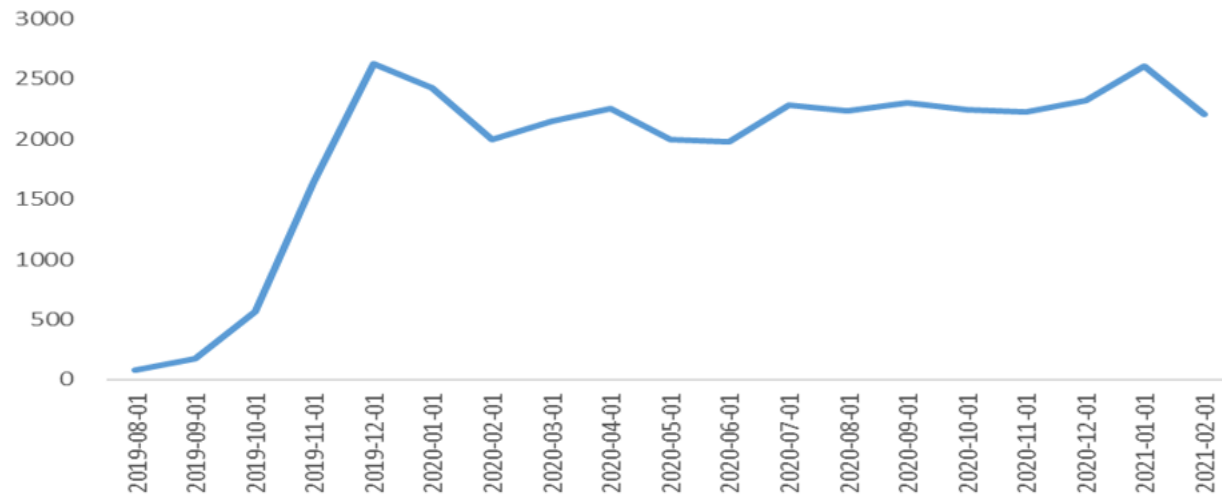
新加坡陆上燃料油库存季节性（万桶）



资料来源：路透 彭博 IES 南华研究

## 低硫燃料油消费持续增长，库存走低

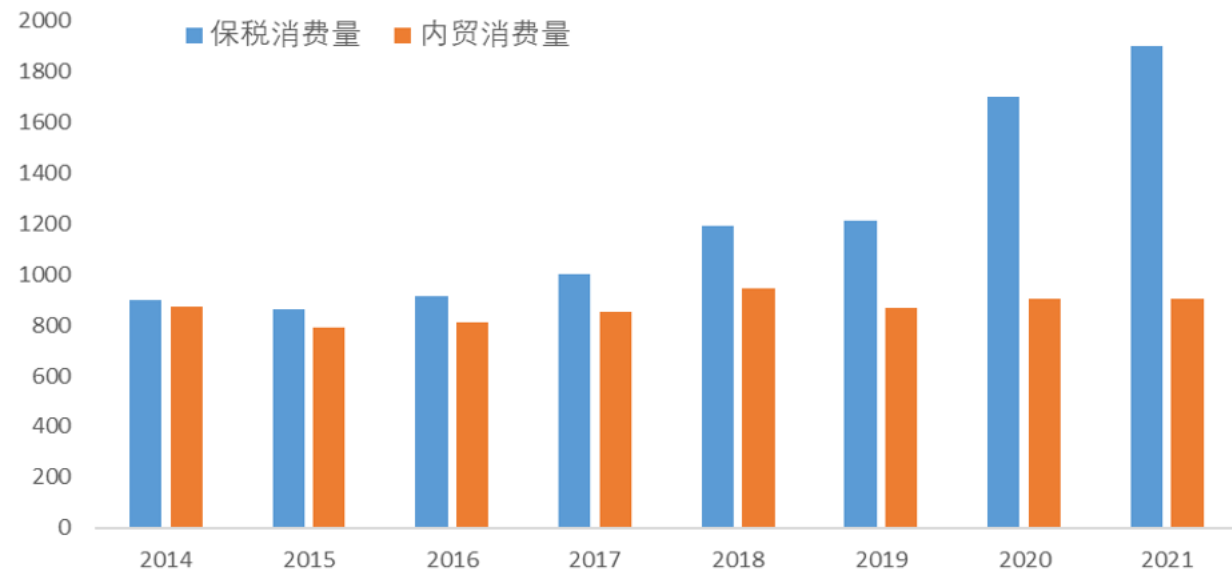
新加坡低硫燃料油月度销量（万桶）



新加坡公布的低硫燃料油消费数据看，低硫燃料油的消费也从去年年末到今年一季度有较大幅度的增长（2月份的销量回落有季节性因素）

资料来源：万得 IES 南华研究

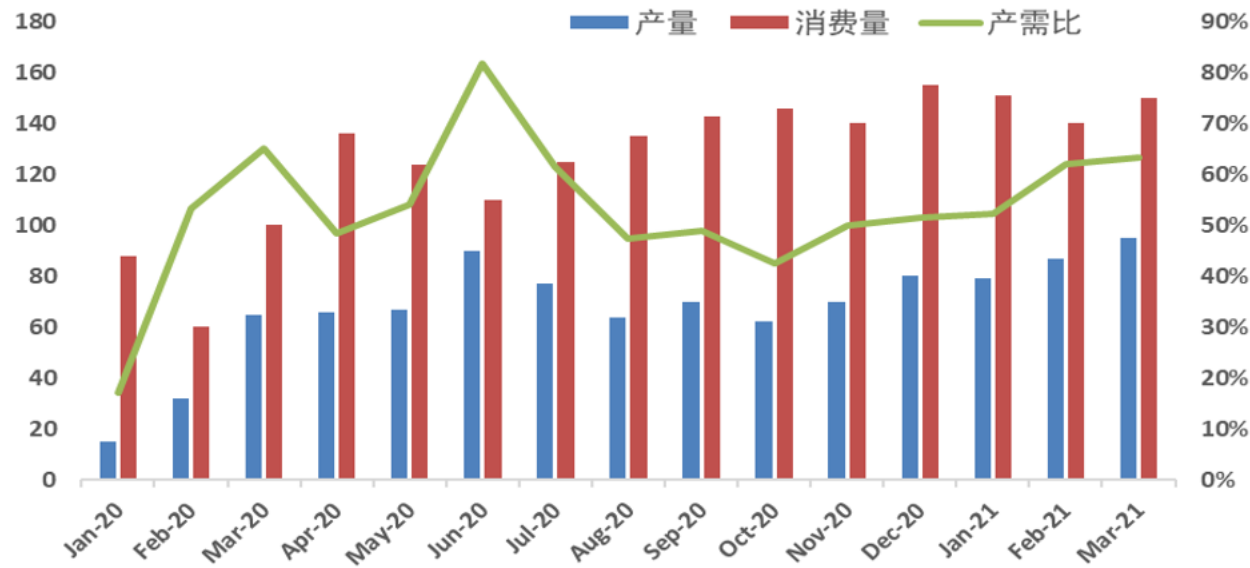
我国燃料油年度销量（万吨）（2021年为预估数据）



资料来源：隆众 南华研究

从我国保税船用燃料油的消费数据看，保税燃料油的销量预计将比2020年继续大幅增长11.7%，达到约1900万吨的水平。

2020年以来我国低硫燃料油产量和消费量对比（万吨）



资料来源：隆众 南华研究

2021年1-2月份我国保税船燃消费量为321.6万吨，同比增长39%  
(2020年初疫情影响绝对值相对较低)

低硫燃料油占比达到了89%。1-2月份低硫燃料油产量为165.5万吨，占消费量的57.3%

2021年第一批出口配额与2020年生产情况对比

集团	2020年	2021年	同比
中石化	429	240	-44.06%
中石油	295	149	-49.49%
中海油	86	40	-53.49%
浙江石化	100	39	-61.00%
中化	90	32	-64.44%
总计	1000	500	-50.00%

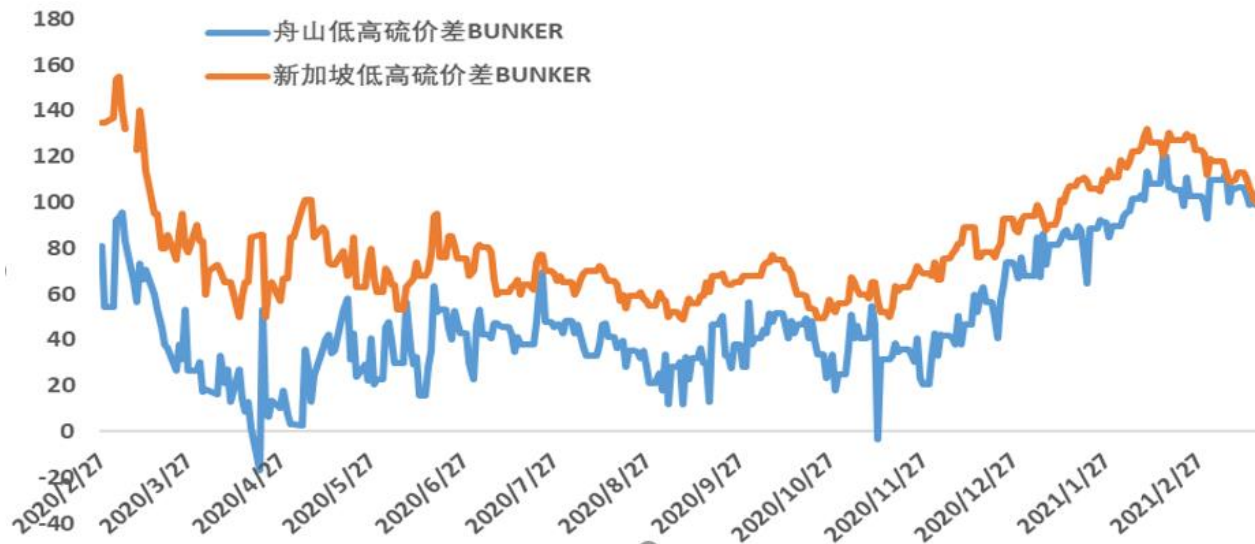
国内炼厂生产低硫燃料油积极性欠佳，低硫供给不存在瓶颈

资料来源：隆众 南华研究

今年以来低硫燃料油的消费环比增加幅度有限，同比上涨幅度较大有去年疫情的因素

### 关注长期低高硫价差高位下的高硫消费增长边际

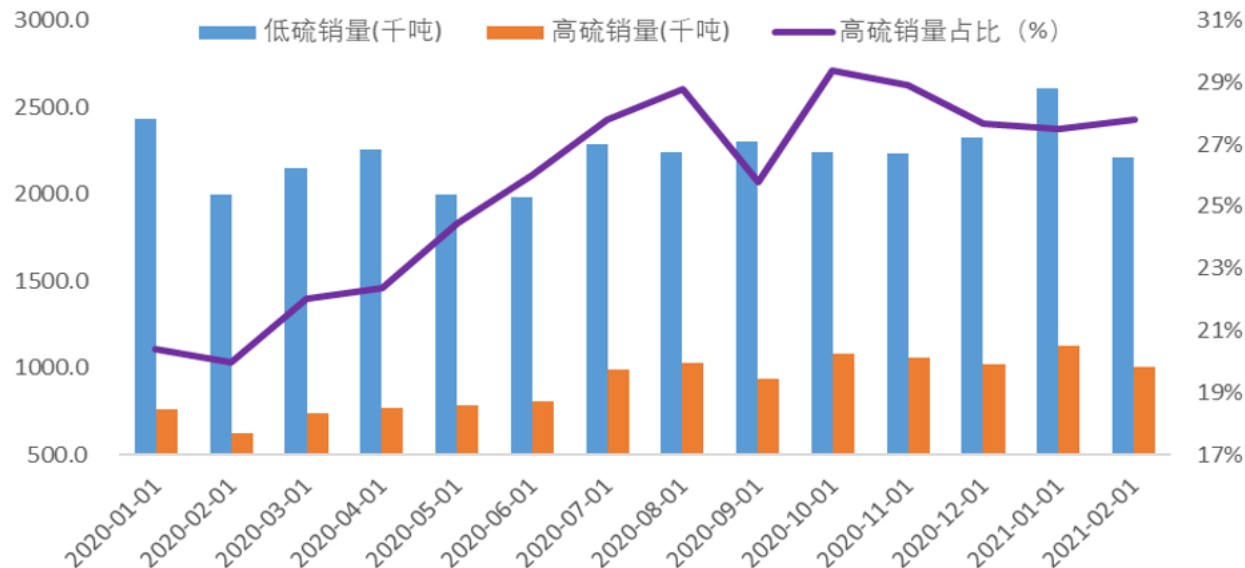
舟山和新加坡船用加油低高硫价差（美元/吨）



低高硫价差持续  
处于历史高位

资料来源：FIS 南华研究

新加坡燃料油销量及高硫燃料油占比



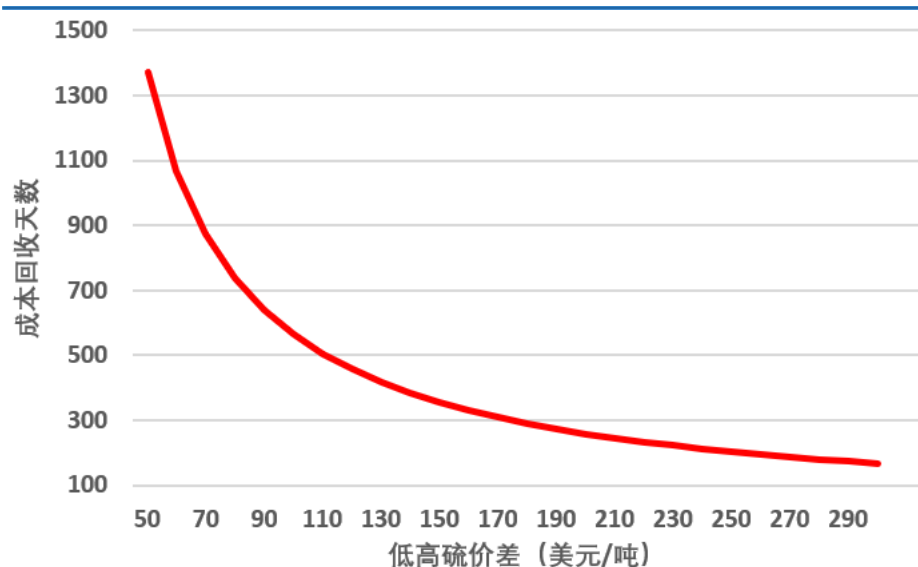
从新加坡的船燃销售数据看，高硫燃料油的销量亦一直处于稳步上升的过程中

资料来源：万得 IES 南华研究



### 关注长期低高硫价差高位下的高硫消费增长边际

低高硫价差对应脱硫塔成本回收天数

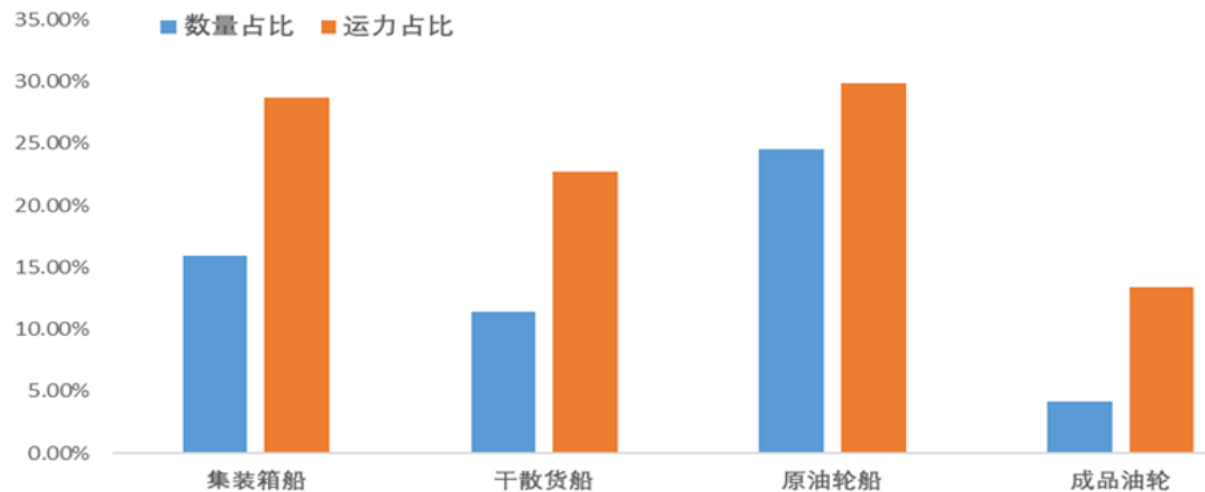


长期处于高位的低高硫价差，正在对全球海运市场的低高硫燃料油的消费产生缓慢的影响。根据当前的低高硫价差推算，脱硫塔的投资回收期约为12-18个月。

资料来源：南华研究

## 关注长期低高硫价差高位下的高硫消费增长边际

最新各船型安装脱硫塔数量占比



资料来源：BIMCO 南华研究

BIMCO数据显示，去年1月1日以来，安装脱硫塔的船舶数量几乎翻倍：从2011艘增加到2021年3月1日的3935艘。目前而言，脱硫塔是应对限硫令的一个非常有吸引力的解决方案，特别是对大型船舶而言。

### 高硫燃料油的供应弹性依然较差

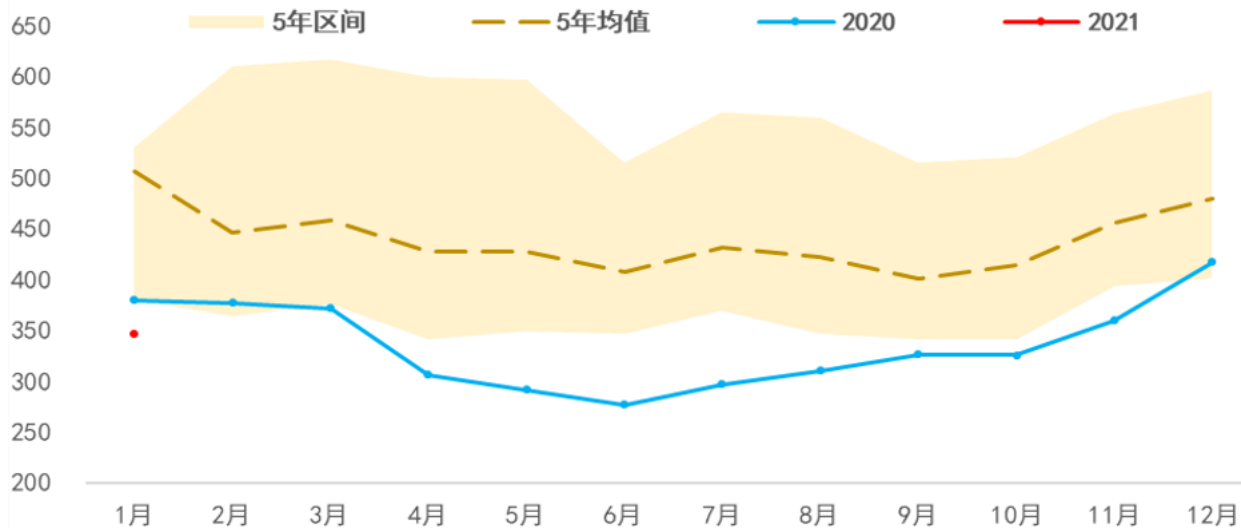
2019年高硫燃料油全球物流（万吨/月）



亚太地区作为燃料油缺口最大的地区，一直是全球高硫燃料油定价中心，主要供应来自西部（独联体/欧洲/美洲）、中东以及韩国、日本等亚太国家（大部分是高硫）

资料来源：公开资料整理

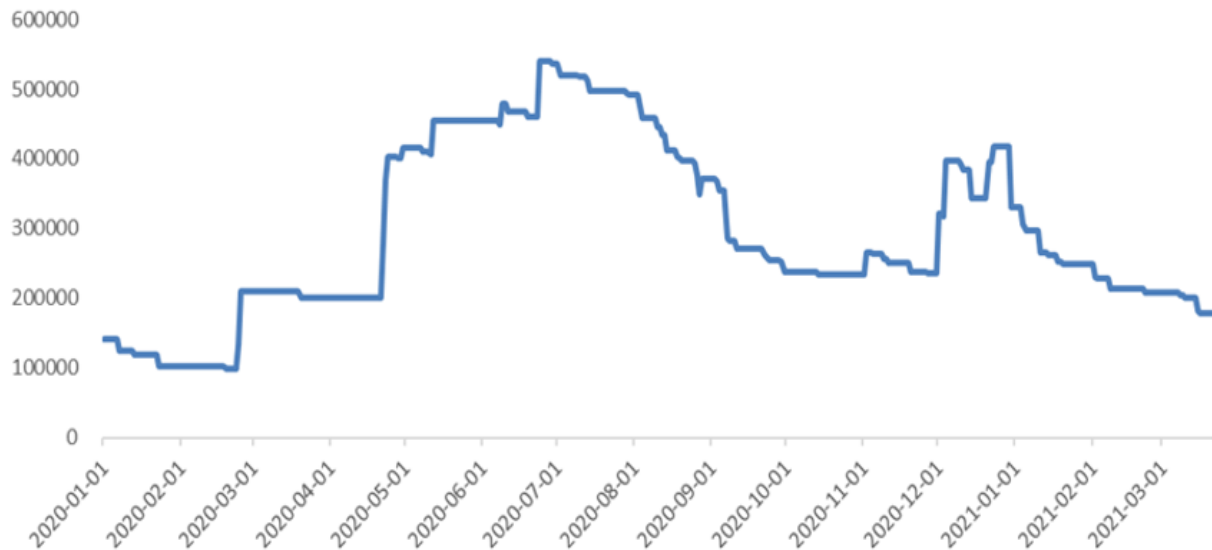
俄罗斯燃料油月度产量（万吨）



供应端，高硫燃料油的产量一直处于相对低位

资料来源：彭博 CDU—TEK 南华研究

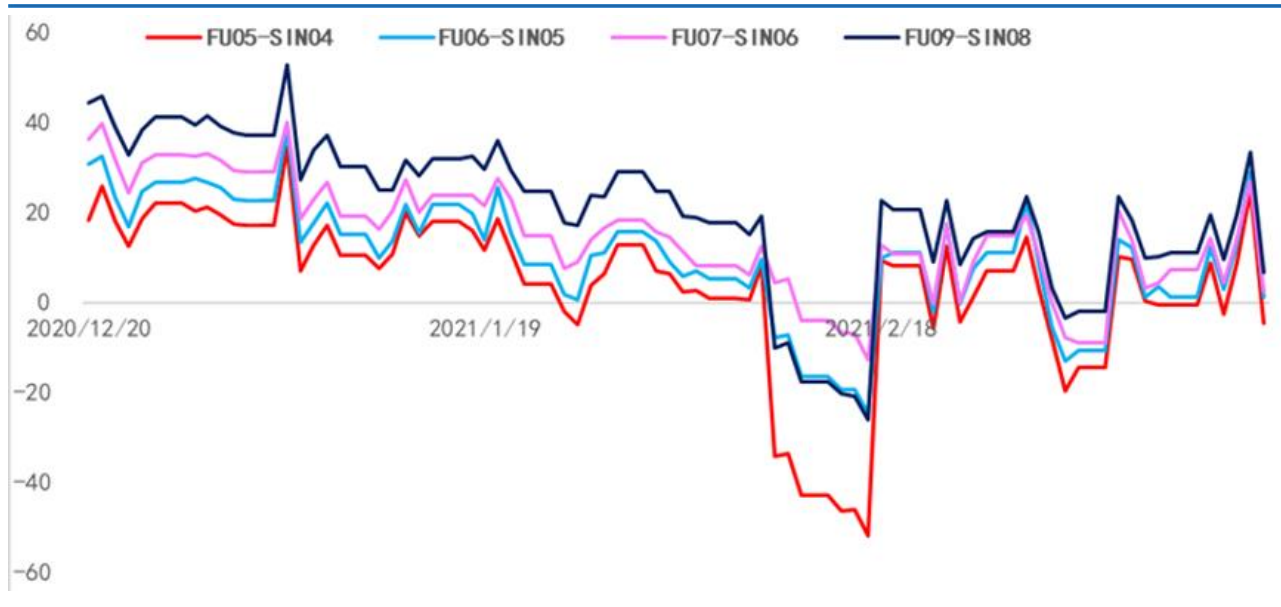
FU仓单数量（吨）



FU仓单持续去库

资料来源：上期所 南华研究

高硫燃料油内外价差（美元/吨）



当前燃料油近月内外价差（我国对新加坡）依然处于倒挂区间，而我国炼厂基本都会去注册保税高硫仓单，因此国内FU仓单短期继续增加的可能性较小。

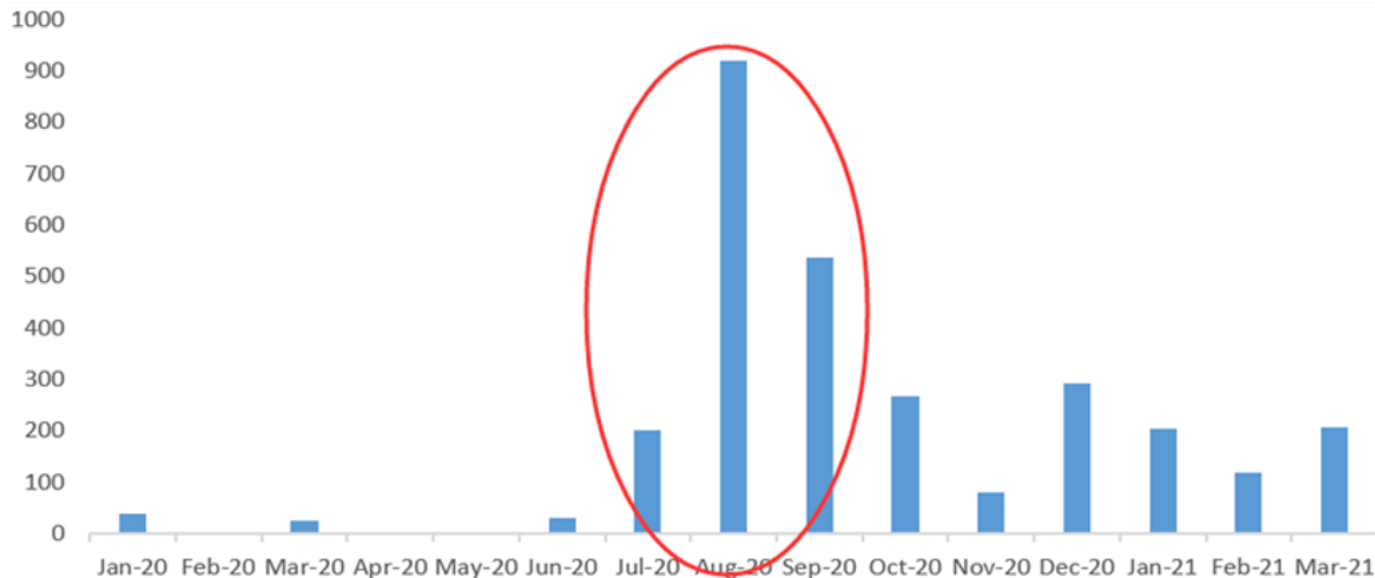
资料来源：彭博 南华研究

冬季发电看低硫；夏季发电看高硫





2020年至今新加坡流向中东的燃料油船期数量（千吨）

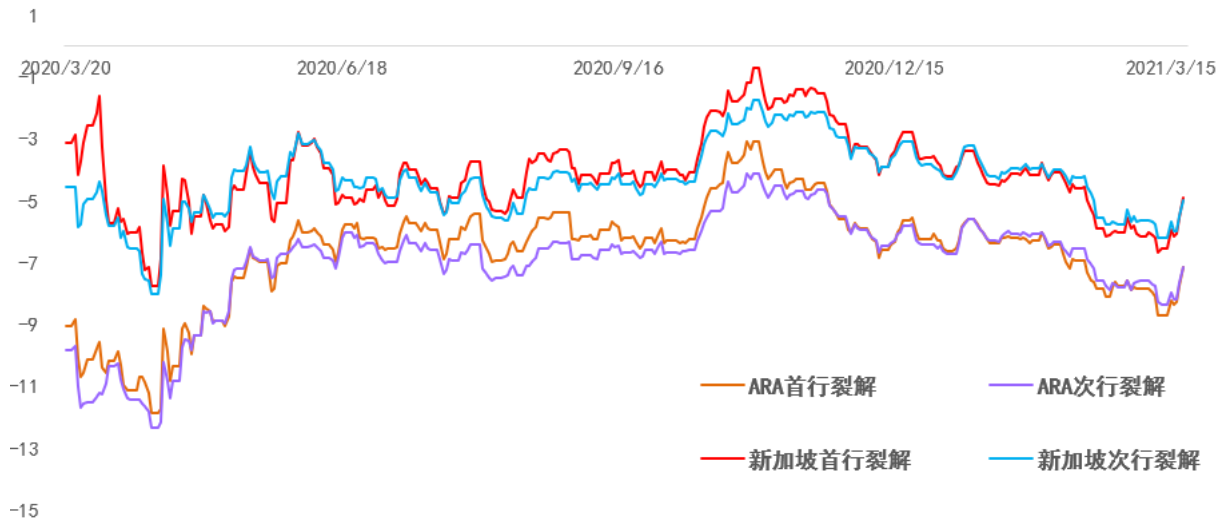


中东地区发电需求旺盛燃料油实现贸易逆流，是去年我国燃料油仓单大量注销的原因。且彼时高硫燃料油本身内外价差倒挂显著，这样的操作更具现实的利润支持。

资料来源：路透 南华研究

## 当前高硫燃料油裂解价差处于历史低位

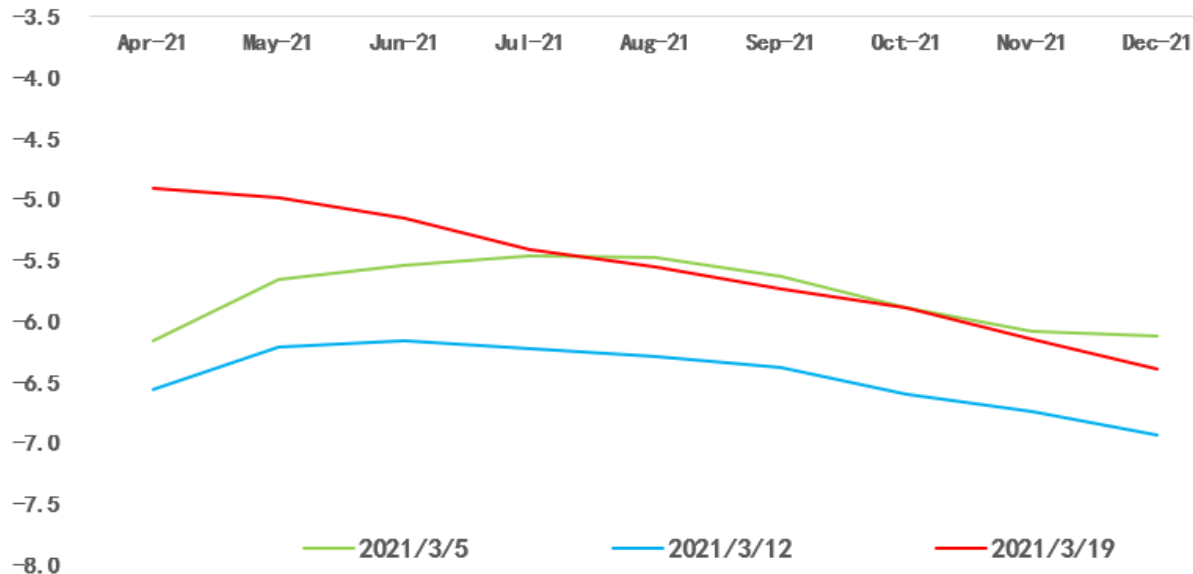
高硫燃料油东西裂解价差（美元/桶）



低估值

资料来源：彭博 南华研究

高硫燃料油裂解价差月间结构（美元/桶）



- 远月估值更具性价比
- 9月合约又具备可能的向上驱动

资料来源：彭博 南华研究



南华期货  
NANHUA FUTURES

05

策略推荐

- 国内FU价格较新加坡依然低估，内外套利窗口关闭，国内FU仓单再度大幅增加的可能性较小，但国内SC原油目前面临的压力依然较大，短期内可以配置FU多头和SC空头作为对冲选择，LU作为多头配置亦可，但从上涨潜力上或比不上FU；
- LU和FU价差目前已经来到了一个价差历史边际，脱硫塔安装船舶的增加，以及二季度后中东地区潜在的发电需求增加，做多FU-LU09价差中长线上可以考虑，入场价差保守可以在-800元/吨，上方空间看至-500元/吨一带；
- 单边策略上，目前燃料油还是跟随原油为主，原油下方空间有限，短期我们看布伦特原油下方60美元/桶的支撑位，上方看70美元/桶的压力位，并由此推断高硫燃料油下方支撑位在2200元/吨一带，上方压力位在2650元/吨一带；低硫燃料油下方支撑位在2900元/吨一带，上方压力位在3450元/吨一带。

- 1、伊核问题缓解，伊朗出口高硫燃料油增加；
- 2、疫情持续难以好转，影响燃料油需求端恢复；
- 3、美国页岩油超预期增产；



南华期货官微

## 南华期货股份有限公司

地址：浙江省杭州市西湖大道193号定安名都A座三楼

演讲人：顾双飞

电话：13738189352

邮箱：gushuangfei@nawaa.com

股票简称：南华期货 股票代码：603093

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。





南华期货  
NANHUA FUTURES

首家A股上市期货公司

股票简称：南华期货

股票代码：603093

客服热线 400 8888 910