



南华期货
NANHUA FUTURES

股票简称：南华期货

股票代码：603093

NANHUA
BRINGS YOU MORE

二季度燃料油及沥青交易策略分享

2021. 4. 9

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

原油大概率宽幅区间震荡

02

高硫燃料油否极泰来？

03

沥青供需格局持续压制估值

04

逻辑总结与策略分享

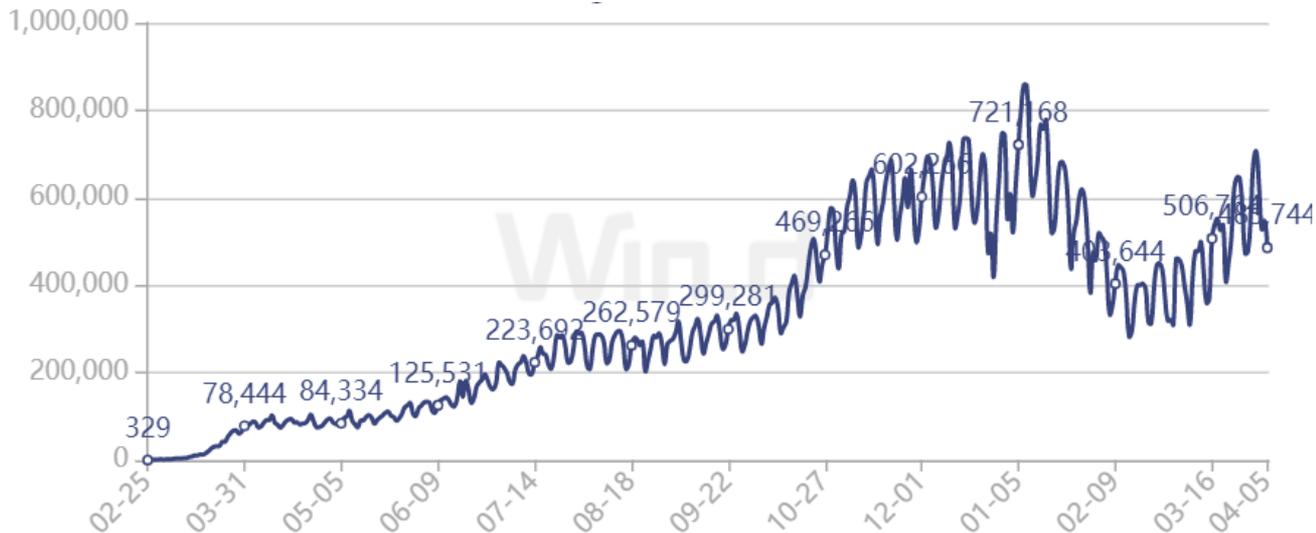


01

原油大概率宽幅区间震荡

供需缺口边际走弱，冲高缺乏持续利多

新冠疫情海外新增确诊人数



资料来源：彭博 DOE 南华研究

疫情恢复总体向好，但不确定性依然很大

DOE预估全球原油供需情况（百万桶/天）

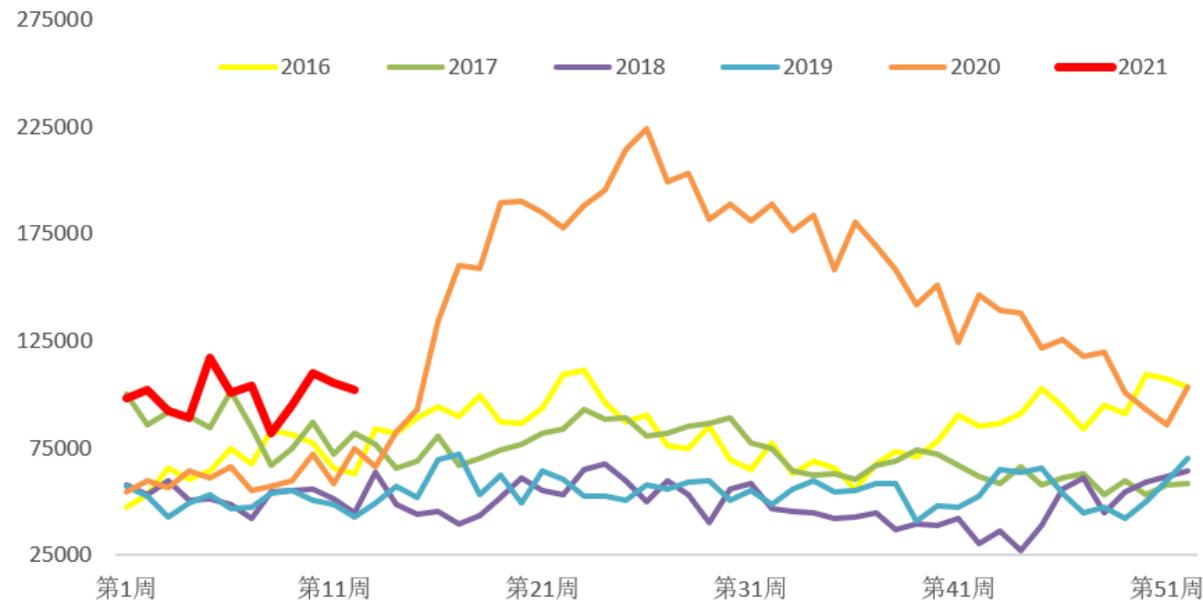


供需缺口边际走弱

资料来源：彭博 DOE 南华研究

原油上涨之路崎岖坎坷

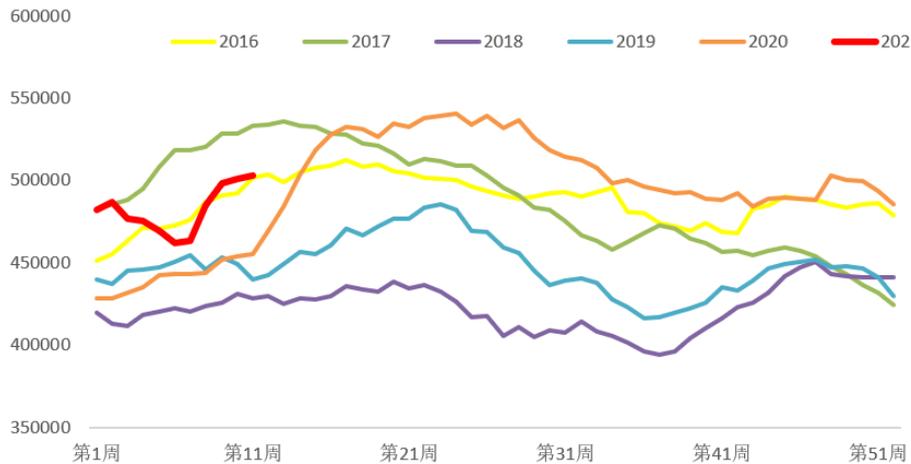
AIG原油浮仓（千桶）



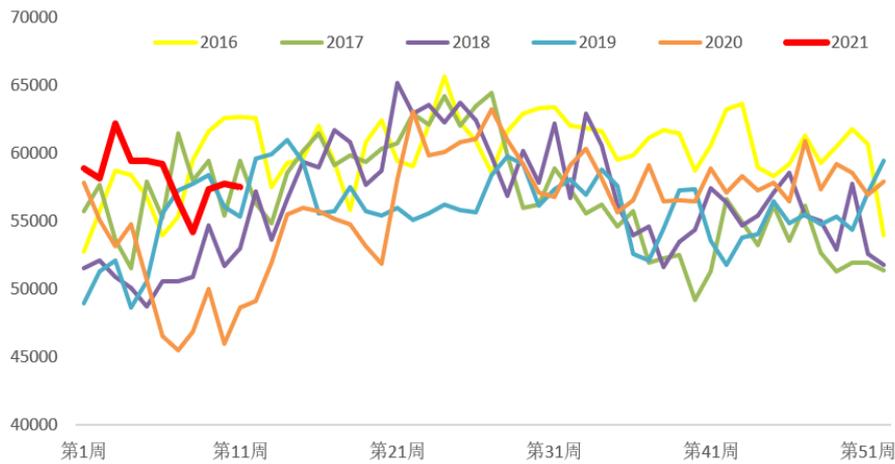
海上原油浮仓数量
大幅去库后，依然
处于历史同期高位

资料来源：彭博 南华研究

美原油库存（千桶）



ARA原油库存（千桶）



资料来源：彭博 南华研究

陆上库存依然面临累库压力

美国原油产量（千桶/天）



变数1: 油价长期60美元以上，给予美油产量复苏充分的时间窗口

资料来源：彭博 南华研究

变数2：伊朗出口原油增加

- 伊朗转口贸易低价原油，体量较大
- 伊核问题会谈重新召开，引发市场对于伊朗石油出口放松猜想

变数3：需求端恢复不及预期

总结：供需缺口边际走弱，冲高缺乏持续利多

布伦特原油大概率维持60-70美元区间震荡

在区间中位来回震荡损耗较大，单边交易谨慎追涨杀跌

布伦特原油2019年价格区间（美元/桶）



资料来源：万得

70美元上方都是突发性事件驱动，浅尝辄止

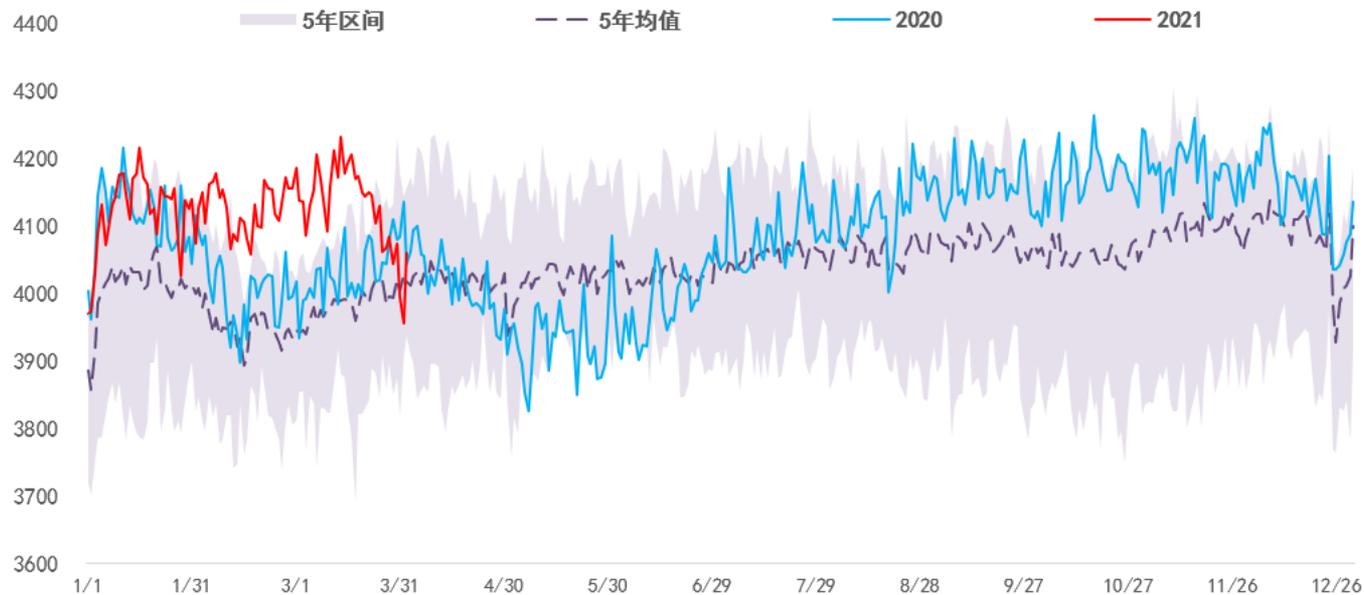
02

高硫燃料油否极泰来？

关注：

- 船运市场的复苏边际走缓，低硫燃料油需求弹性走弱
- 高硫燃料油受船运需求弹性影响较小，同时还有脱硫塔需求边际支撑
- 关注中东南亚地区的发电用高硫燃料油采购
- 欧洲库存消化缓慢，低硫供应充足（产低硫的炼厂越来越多）

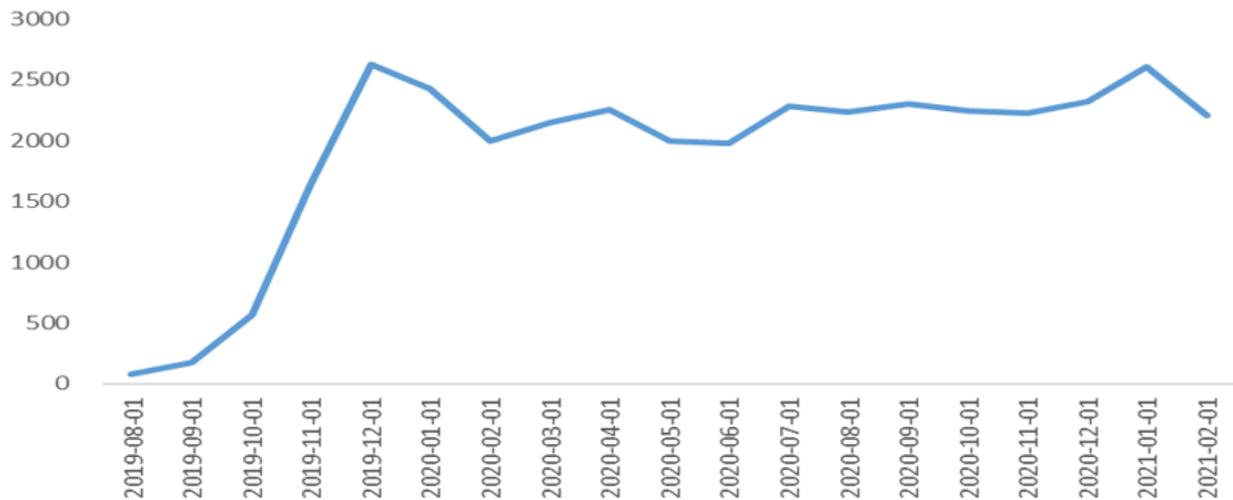
在运集装箱船数（艘）



从去年二季度开始，集装箱船的在运输量经历了强劲的复苏，并带动了低硫燃料油裂解价差的一路走强，但今年一季度以来集装箱船需求开始走弱

资料来源：彭博

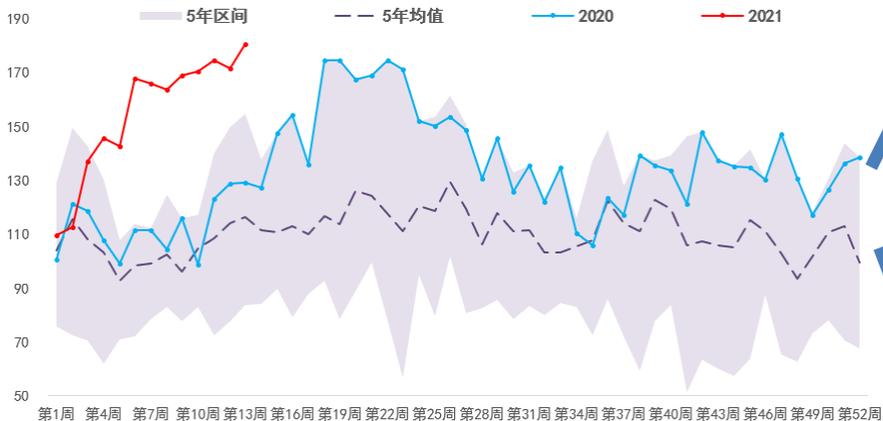
新加坡低硫燃料油月度销量（万桶）



- 需求持续复苏
- 销量已经处于疫情前水平
- 1-2月走强有东北亚发电因素

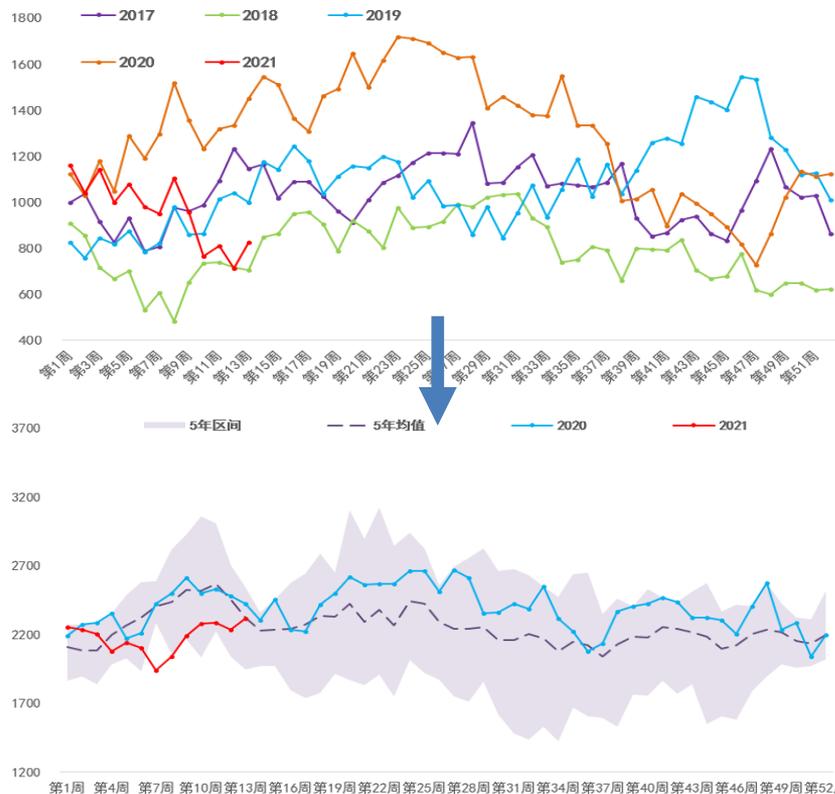
资料来源：万得 IES 南华研究

东西库存差异较大，但总体短期累库

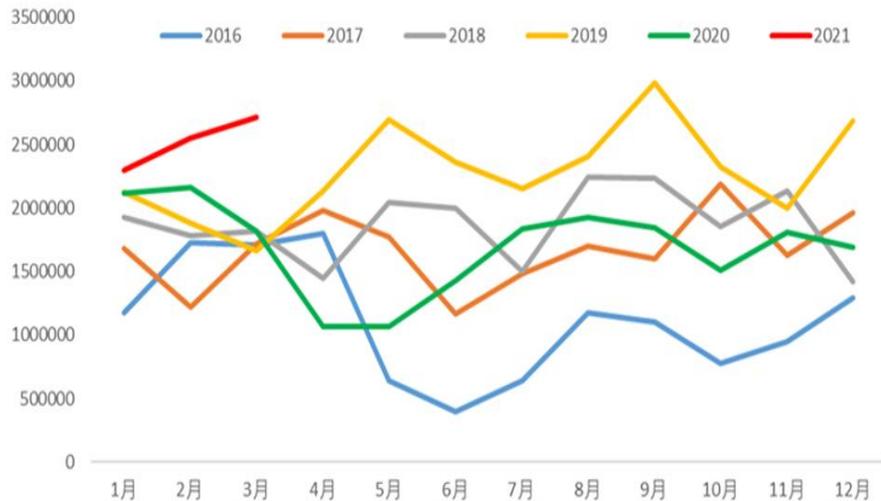


富查伊拉地区燃料油库存季节性 (万桶)

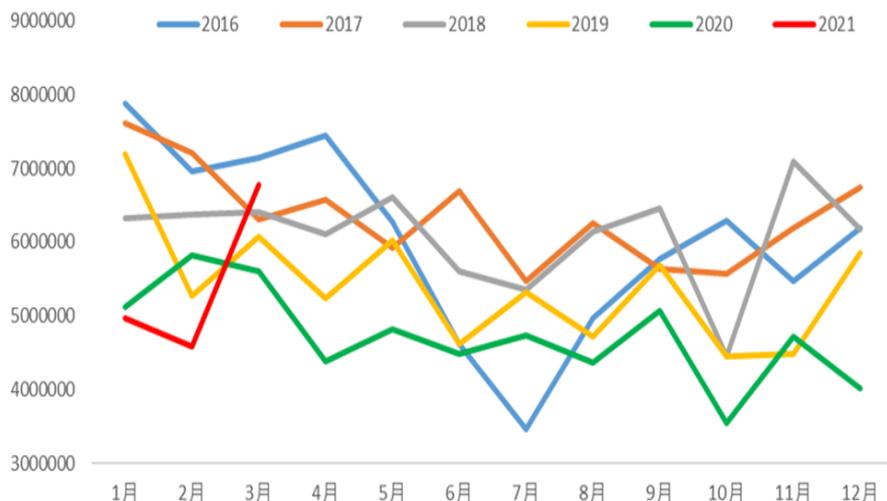
新加坡陆上燃料油库存季节性 (万桶)



中东地区燃料油供应（吨）



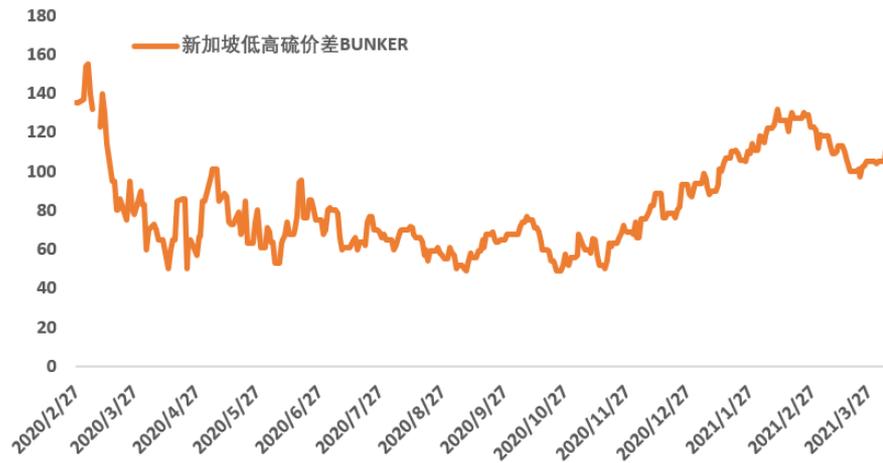
燃料油贸易向亚洲总供应季节性（吨）



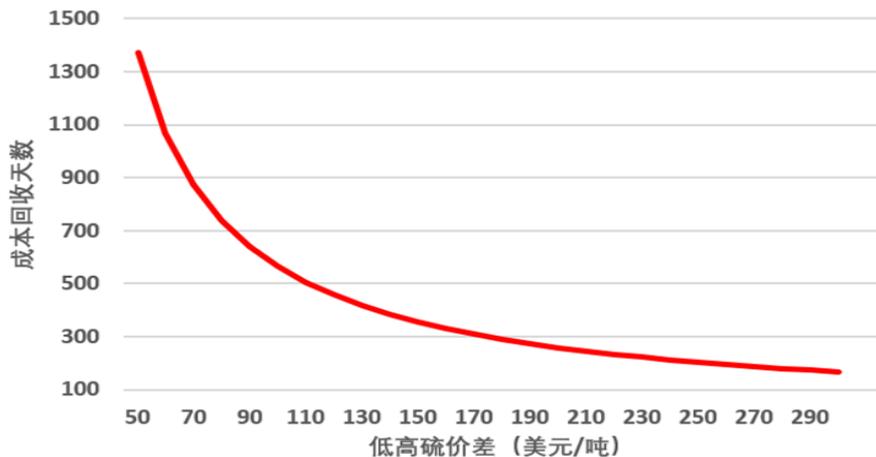
资料来源：路透 南华研究

中东和欧洲流向亚洲的燃料油体量在今年一季度有较大程度的恢复。

新加坡船用加油低高硫价差（美元/吨）



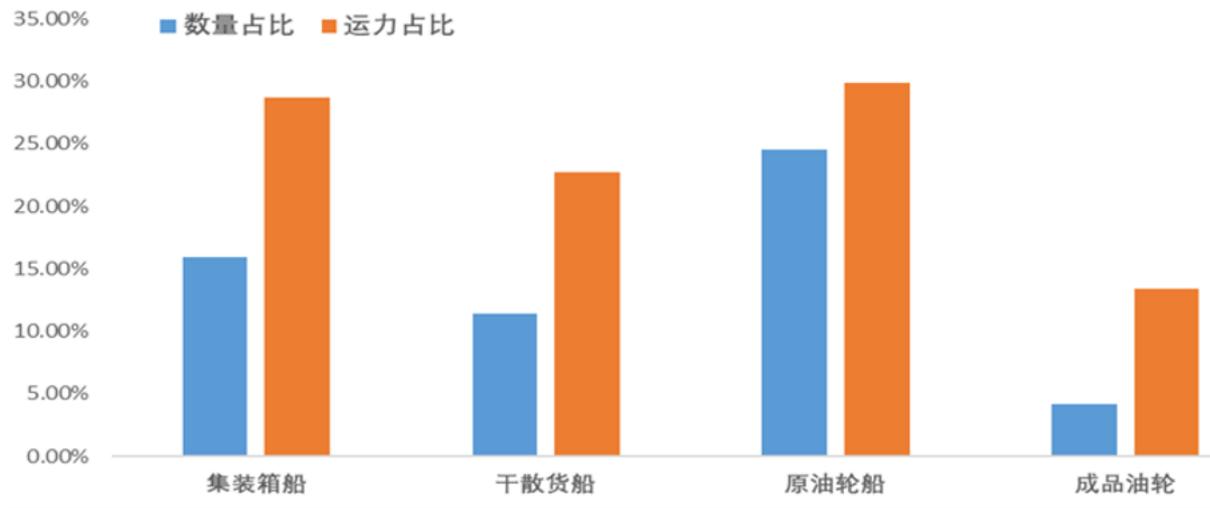
低高硫价差对应脱硫塔成本回收天数



资料来源：FIS 南华研究

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。

最新各船型安装脱硫塔数量占比



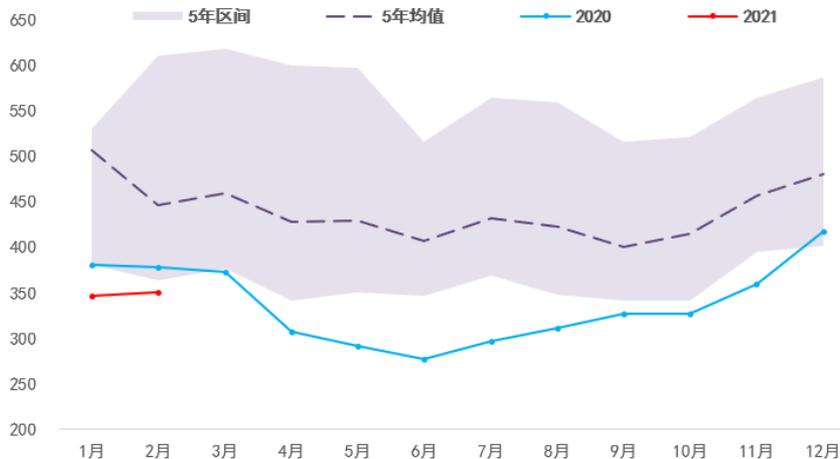
资料来源：BIMCO 南华研究

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。

2019年高硫燃料油全球物流（万吨/月）



俄罗斯燃料油月度产量（万吨）



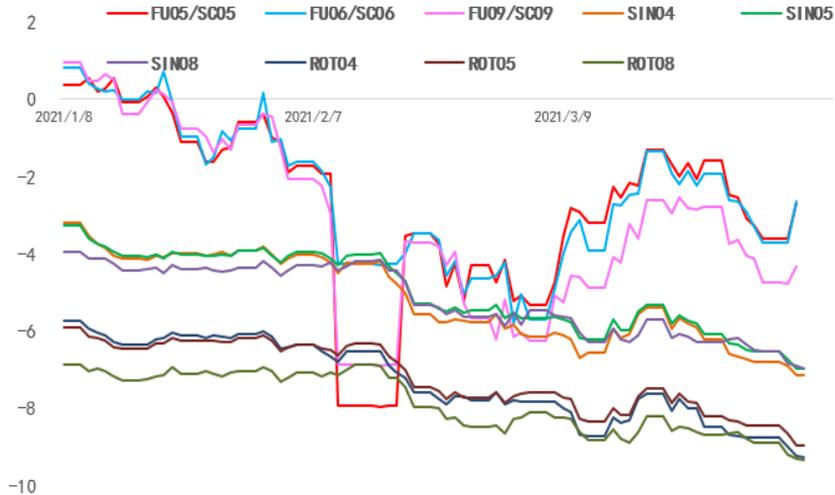
资料来源：彭博 南华研究

高硫燃料油供应弹性一直较差，产量长期处于低位

低硫燃料油内外裂解价差（美元/桶）



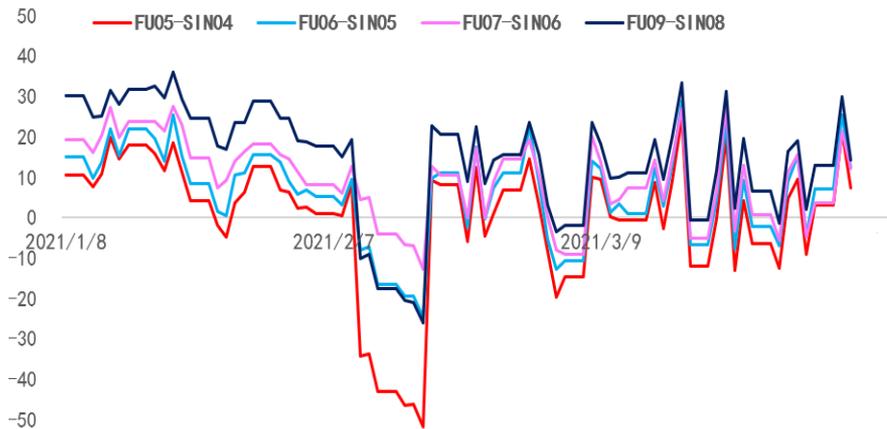
高硫燃料油内外裂解价差（美元/桶）



资料来源：彭博 南华研究

低高硫燃料油裂解价差均在走弱，但高硫裂解近期有所企稳

高硫燃料油内外价差（元/吨）



高硫燃料油实时内外价差（美元/吨）

		SHFE FU	S380	FU/S380内外		
HSFO	FU2105	2295	Full Apr	352.63	-3.8	
			May	351.25	-2.4	
	FU2106	2326	Jun	350.00	3.5	
	FU2109	2310	Jul	347.75	1.1	
			Aug	344.75	4.1	
			Sep	341.75	7.1	
	FU2201	2304	Nov	336.25	11.7	
			Dec	334.25	13.7	
				Jan	332.50	15.4

资料来源：彭博 FIS 南华研究

高硫燃料油内外价差长期低位甚至倒挂，限制了FU仓单增加的潜在可能

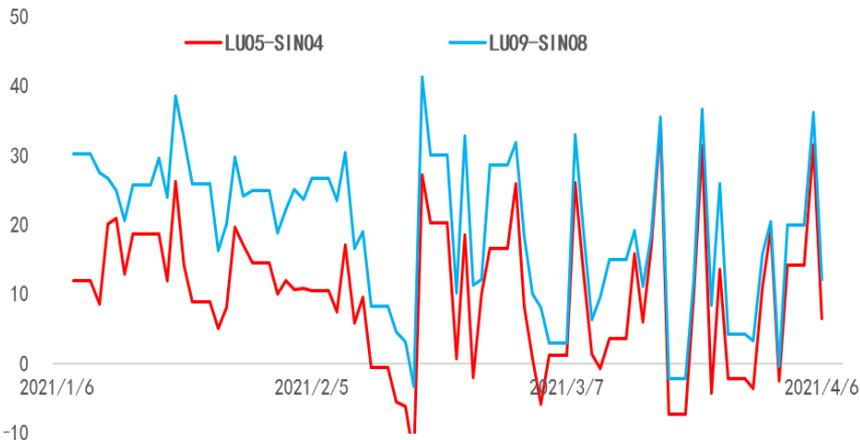
高硫燃料油仓单数量



资料来源：上期所 南华研究

高硫燃料油仓单持续注销，目前已不足10万吨

低硫燃料油内外价差（元/吨）



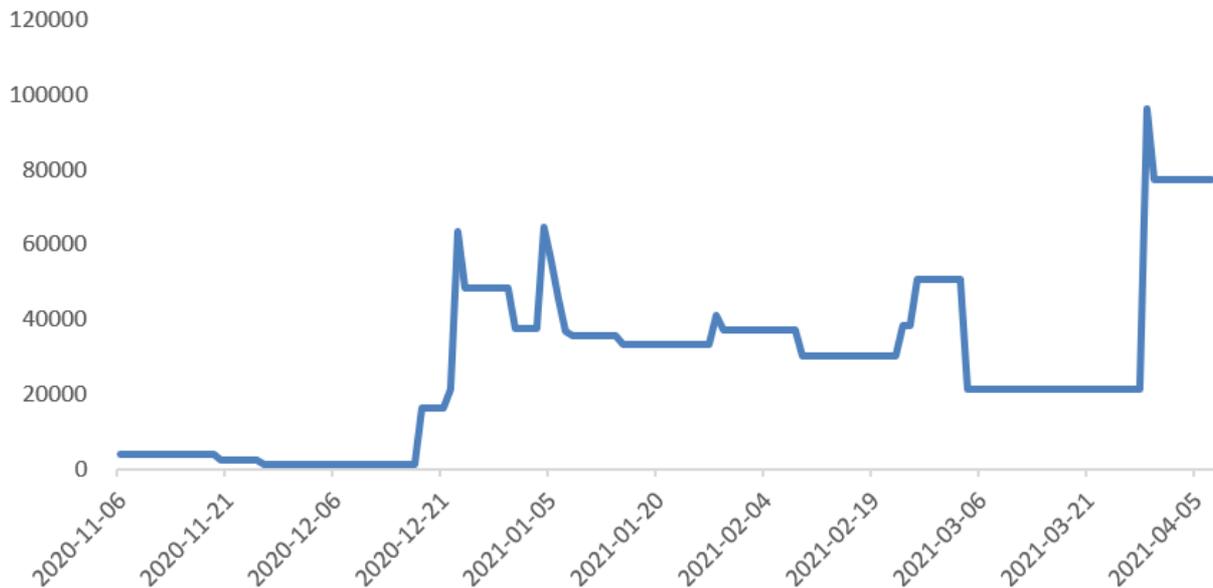
低硫燃料油实时内外价差（美元/吨）

		May IPE GO	499.25	Sin VLSFO	LU/VLSFO 内外价差
		May IPE GO CRK	5.05		
		May GO EFS	-3.42		
LU2105	3029	Full Apr	461.47	-1.1	
		May	460.25	0.1	
LU2106	3056	Full Apr	461.47	3.0	
		May	460.25	4.2	
		Jun	459.25	5.2	
LU2107	3064	May	460.25	5.5	
		Jun	459.25	6.5	
		Jul	458.25	7.5	

资料来源：彭博 FIS 南华研究

低硫燃料油国内产品亦具价格优势，内外价差基本平水，但加油价核算依然有进口利润

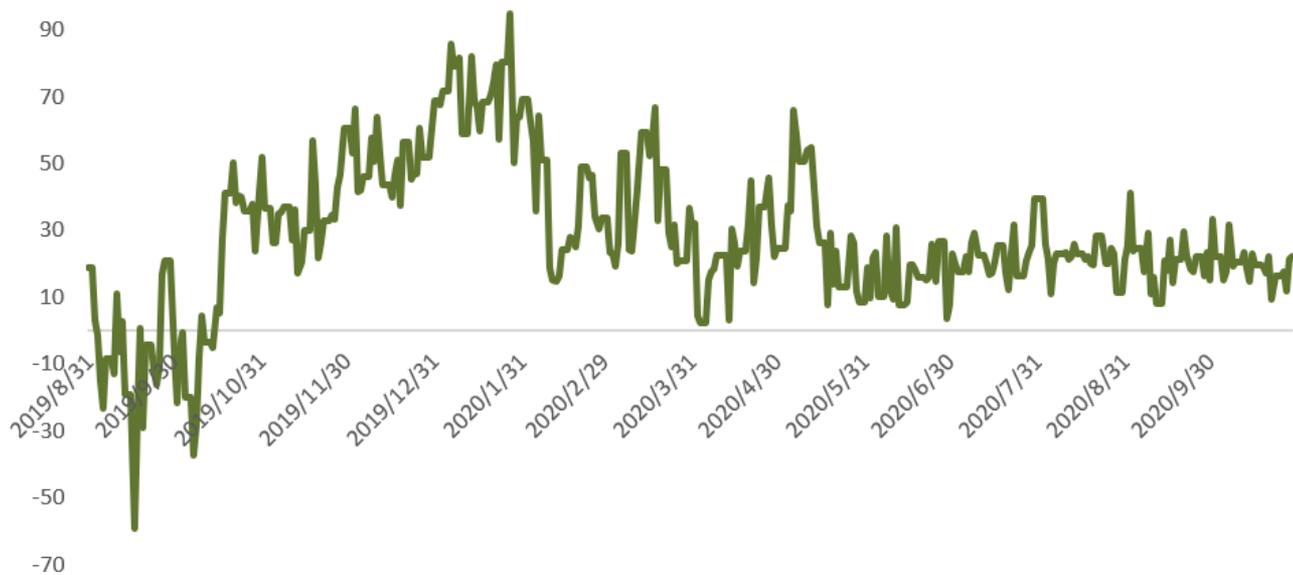
低硫燃料油仓单数量（吨）



资料来源：上期所 南华研究

低硫燃料油仓单数量虽然增加，但不构成仓单压力

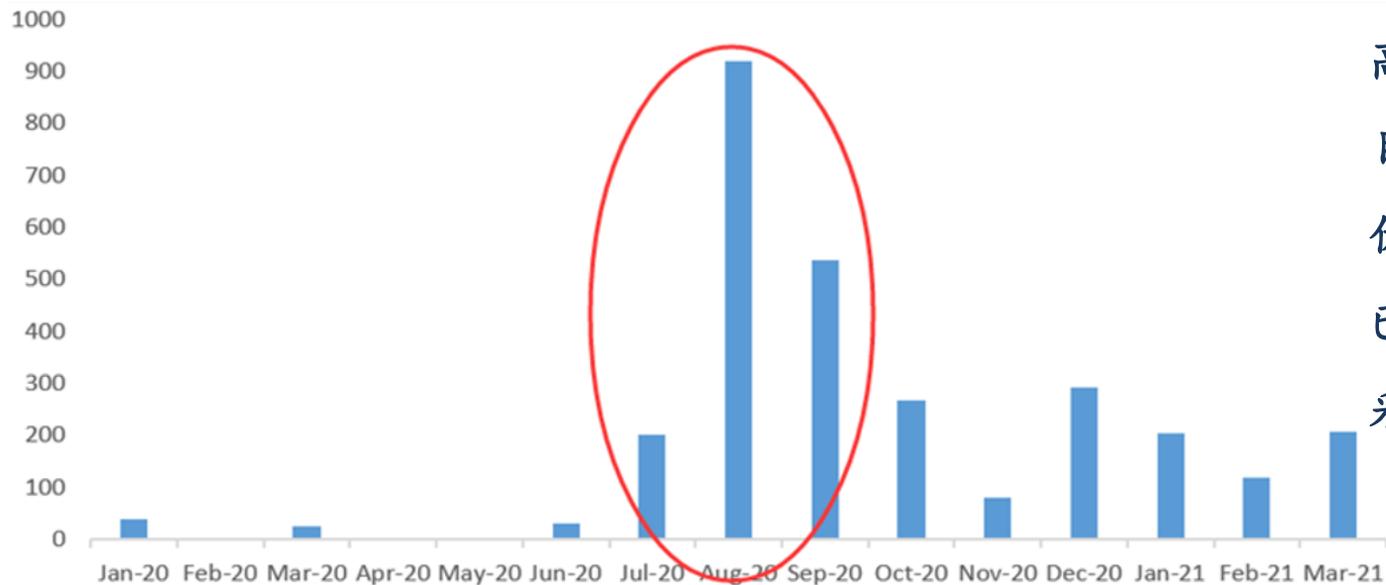
低硫燃料油舟山新加坡Bunker价差（美元/吨）



低硫燃料油缺乏显著的供需矛盾，低硫加油价差长期维持运费成本区间。

资料来源：FIS 南华研究

2020年至今新加坡流向中东的燃料油船期数量（千吨）



高硫裂解差处于低位，
目前具有较强的价格
优势，目前南亚地区
已经开启高硫燃料油
采购

资料来源：路透 南华研究



03

沥青供需格局持续压制估值

关注：

- 上半年沥青累库是大概率事件，沥青至暗时刻未至
- 今年需求增速个人并不乐观，谨慎给予全年10%的需求增速
- 沥青现货加工利润远好于盘面表征，盘面裂解延续低位
- 做多裂解虽有理论安全边际，但上方空间有限

产能投放延续

2021年预计沥青新增产量预估

企业名称	区域	投产计划
东方华龙	山东	260万吨/年常减压装置或于2021年初投产，沥青月产量有望达到6万吨/年。
鑫海化工	河北	800万吨/年常减压装置将于2021年5月建成，届时原有的两套常减压装置（200万吨/年+350万吨/年）计划全部生产沥青，沥青月产量有望在20万吨以上。
凯意石化	河北	300万吨/年常减压装置将于2021年1月建成，预计3月开车，沥青月产量有望达到15万吨/年以上。
中化泉州	福建	二期化工100万吨/年的乙烯项目开启，常减压装置加工符合提升，沥青产量提高，预计月产量在6万吨以上。

资料来源：百川资讯 南华研究

鑫海两套常减压装置的投产依照加工利润情况而定，但投产一套装置基本是大概率事件，预计沥青产量将增加8万吨/月

2020年，沥青产能合计增加927万吨，增加13.72%

沥青产能进一步扩张到创纪录的7682万吨

东方华龙、凯意石化的两套装置都已经投产

产能投放延续

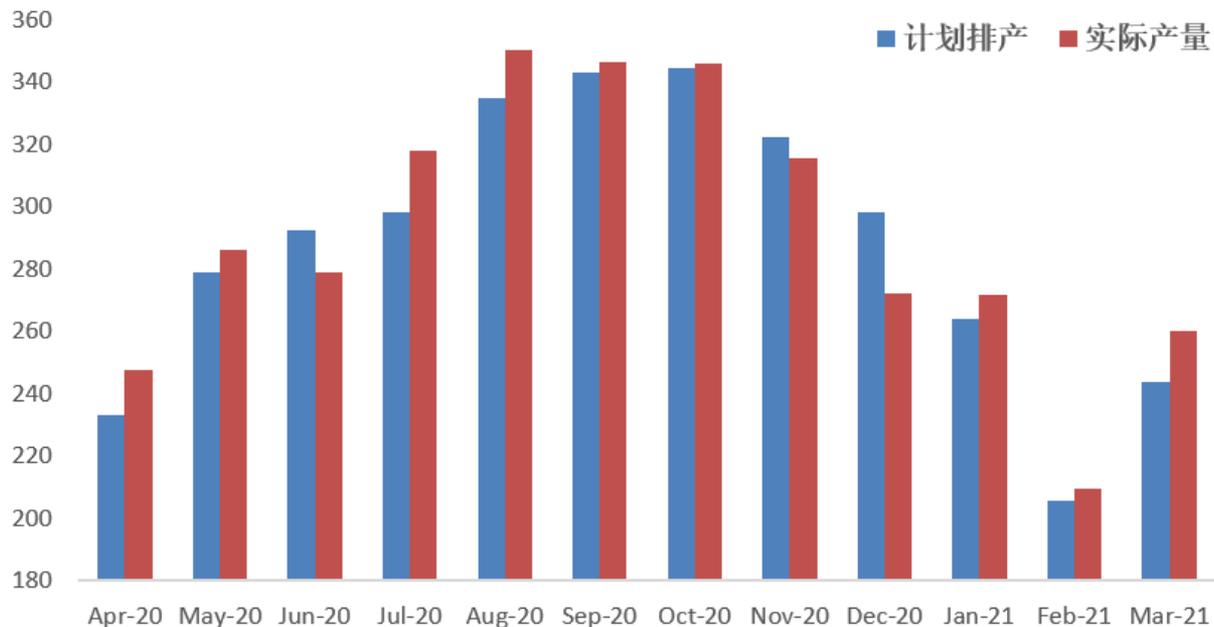
沥青历史产能（万吨）和开工率



资料来源：百川资讯 南华研究

4月份累加了凯意石化预计200万吨/年的产能，5月份相对保守地累加了鑫海石化的100万吨/年的产能投放。

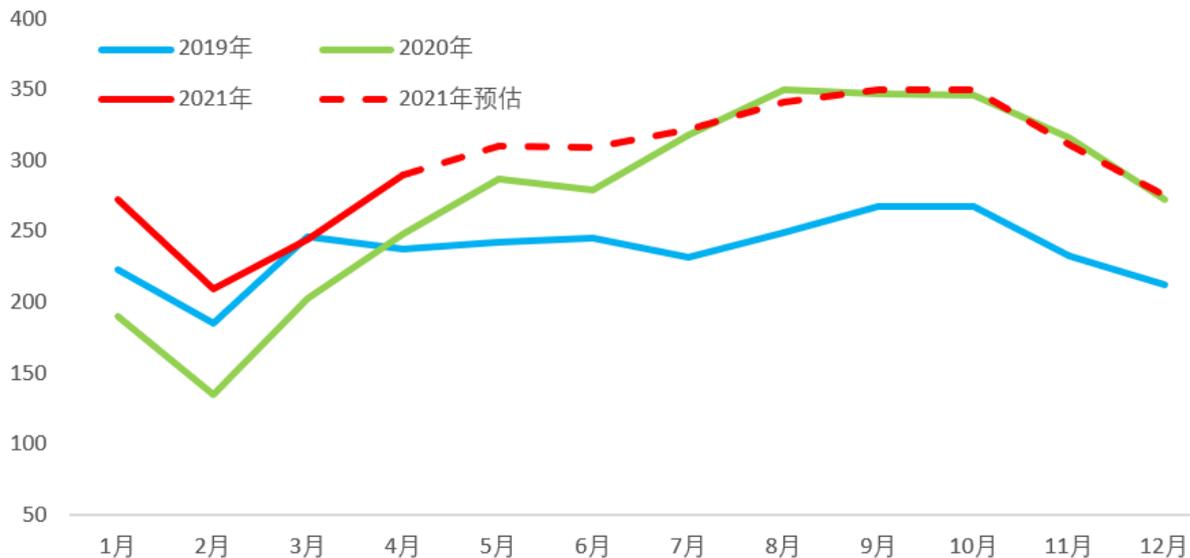
沥青月度排产和实际产量对比（万吨）



资料来源：百川资讯 南华研究

产能投放延续

沥青历史月度产量和未来产量预估（万吨）

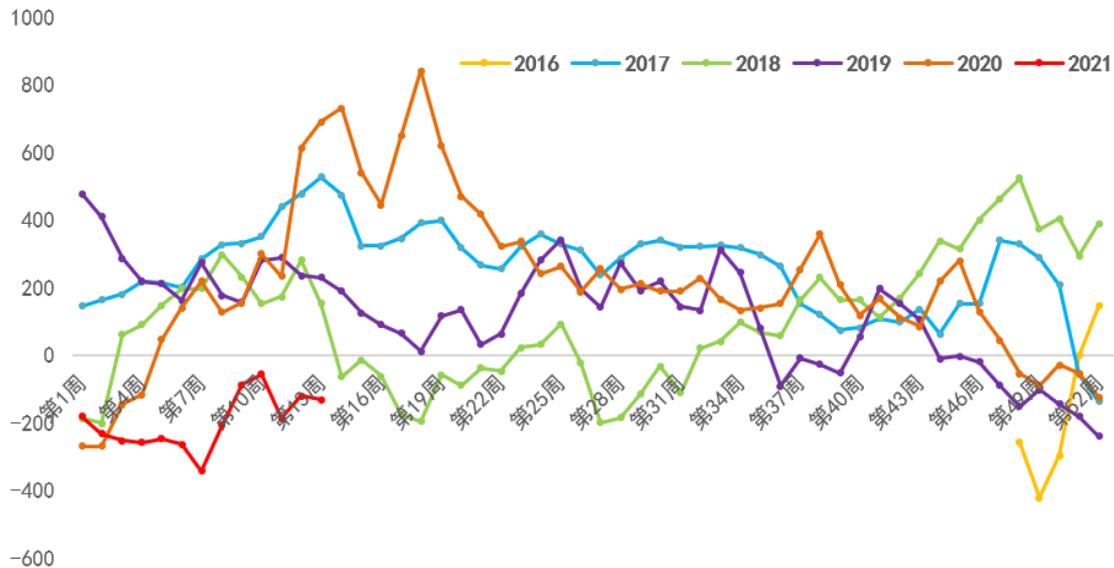


资料来源：百川资讯 南华研究

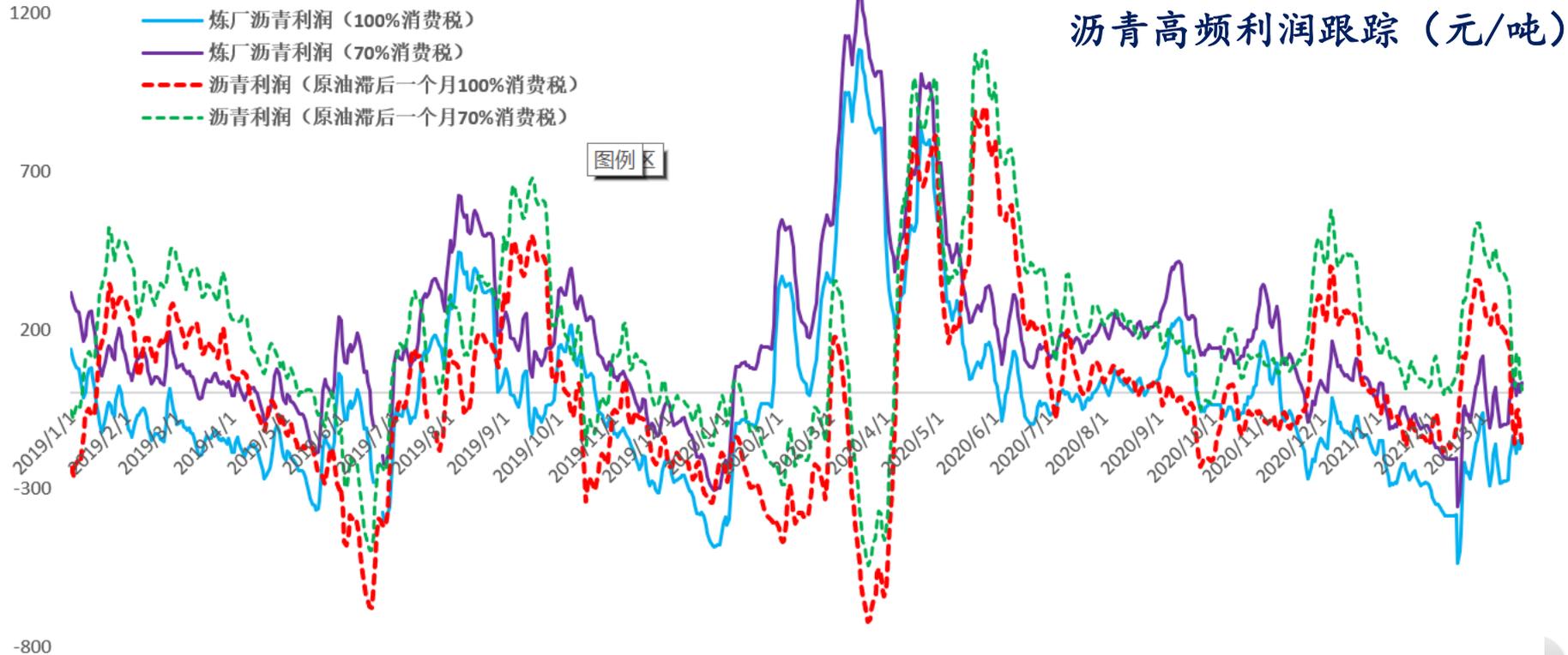
开工率估算按照季节性标准，并根据当前的炼厂利润做了适当的调整。今年后几个季度，沥青供应端面临的压力依然较大

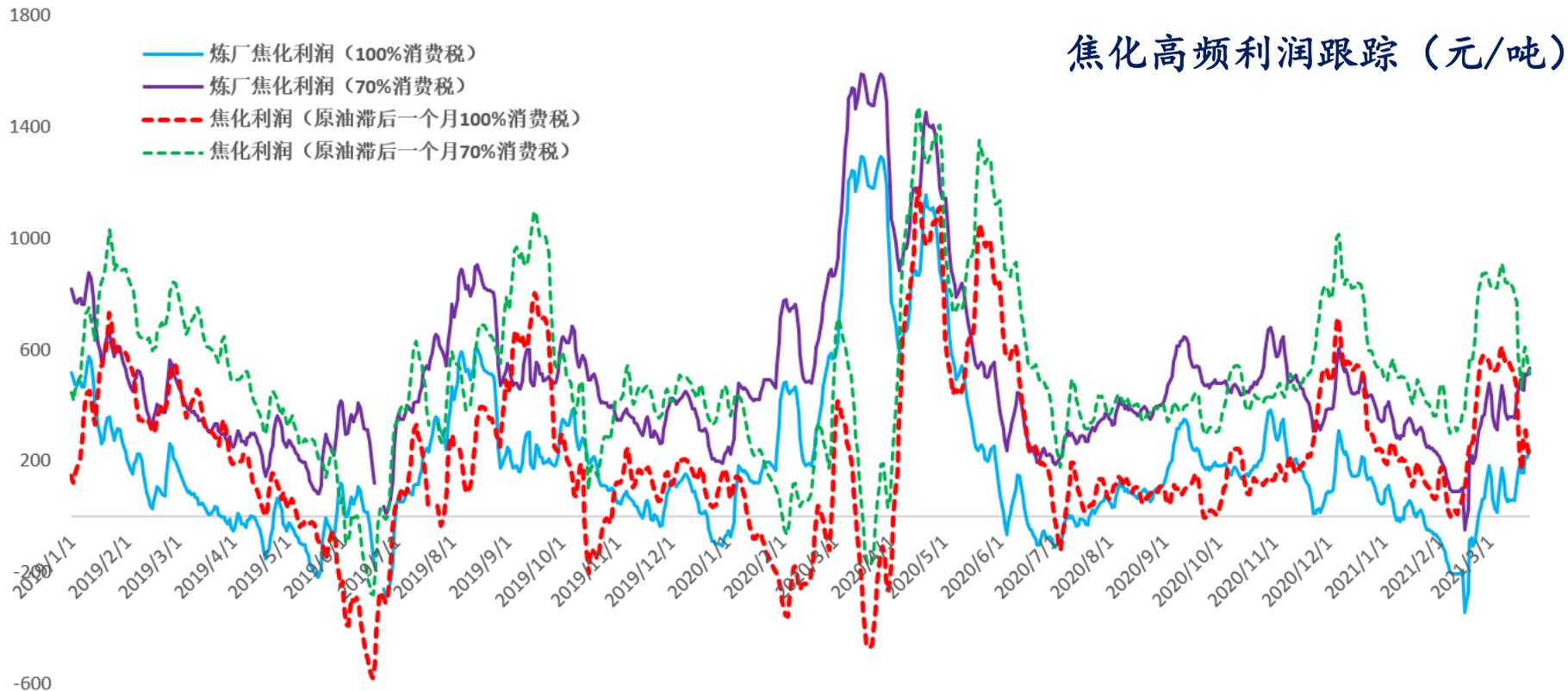
加工利润或优于表观统计

百川依据布伦特原油价格推导炼厂加工利润（元/吨）

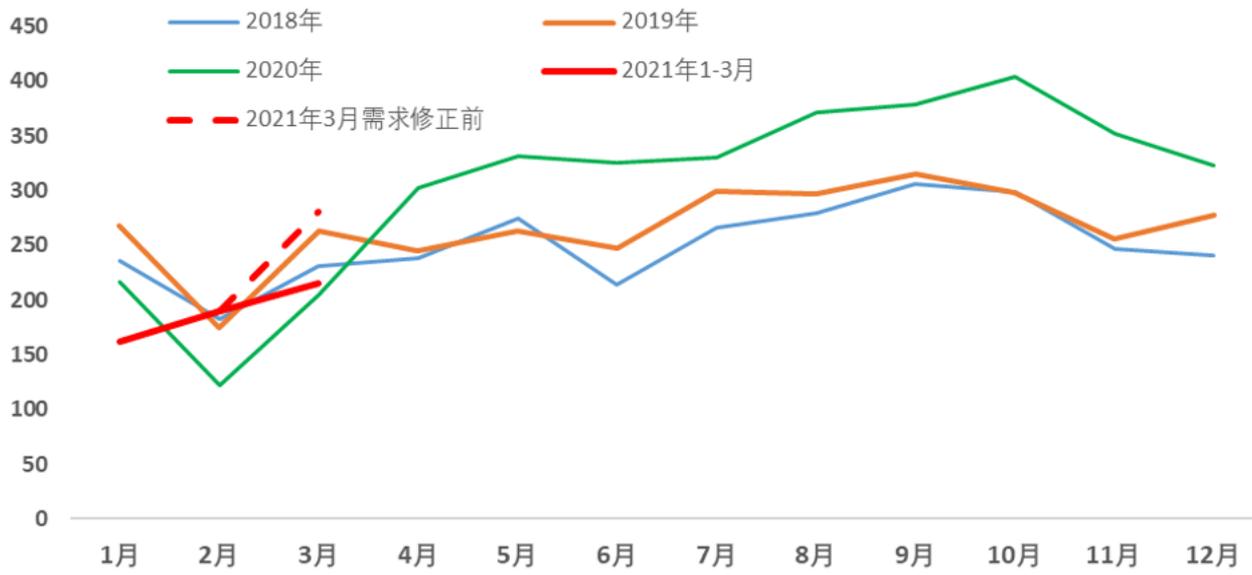


资料来源：百川资讯 南华研究





国内沥青表观需求量季节性截至3月份（万吨）



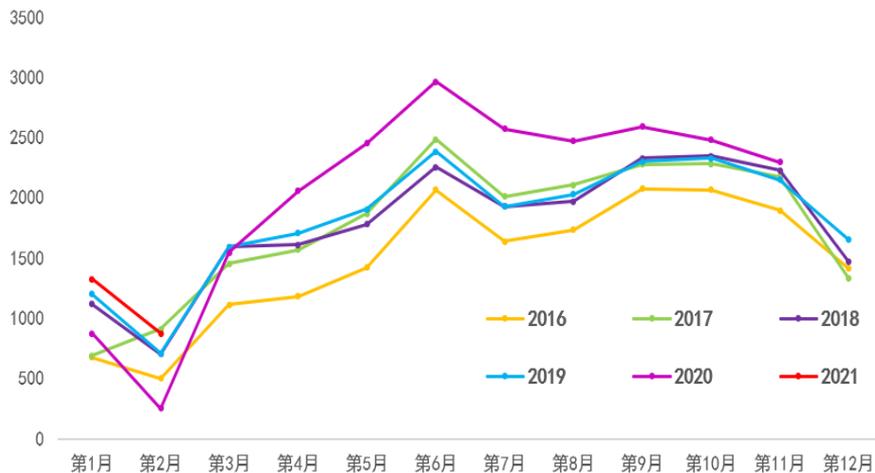
1-2月份的表观需求较前两年平均值增加了20%左右，导致今年前两季度普遍对于需求端的预估都非常乐观。

资料来源：百川资讯 南华研究

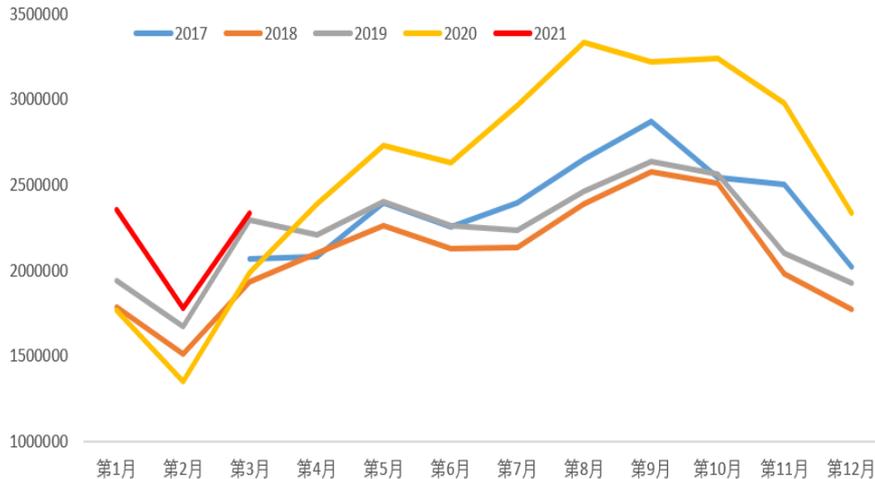
推算3月份的需求量在280万吨左右，但根据最新社库和厂库数据，真实需求仅有237.6万吨，导致3月份由去库预期转变为累库现实（170-212万吨）。

公路固投数据相对滞后，开年数据较佳

全国公路固定资产投资季节性（亿元）



百川统计道路沥青消费量季节性（吨）

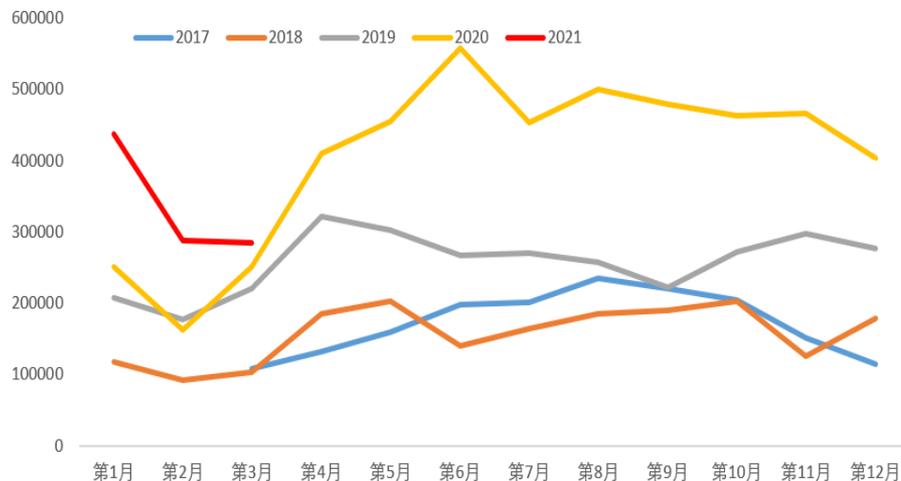


资料来源：万得 百川资讯 南华研究

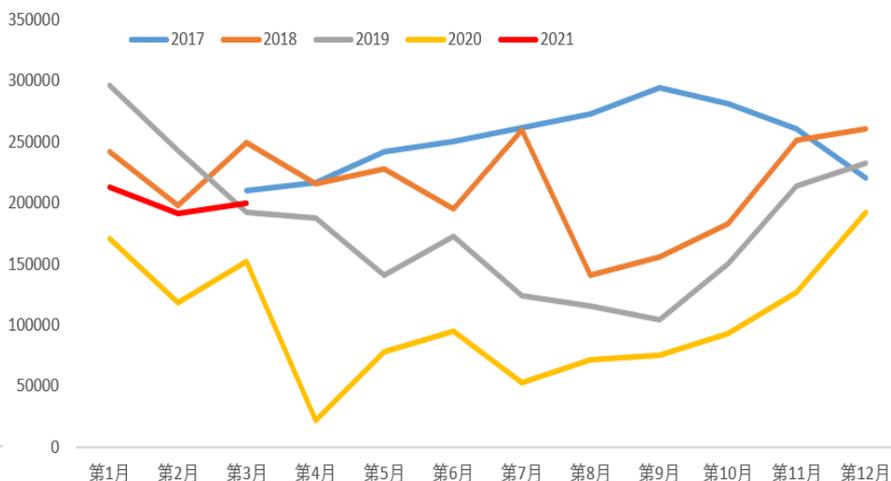
今年1-2月的公路固投较2019-2020年平均同期平滑增长44%，百川统计口径1-2月道路消费沥青增长22%。2020年2月的公路建设固定资产投资比较极端，我们暂时采用百川口径作为预估

防水、焦化、船燃方向消费稳定，防水需求有所增加

防水沥青消费季节性（吨）



焦化及船燃消费季节性（吨）



资料来源：百川资讯 南华研究

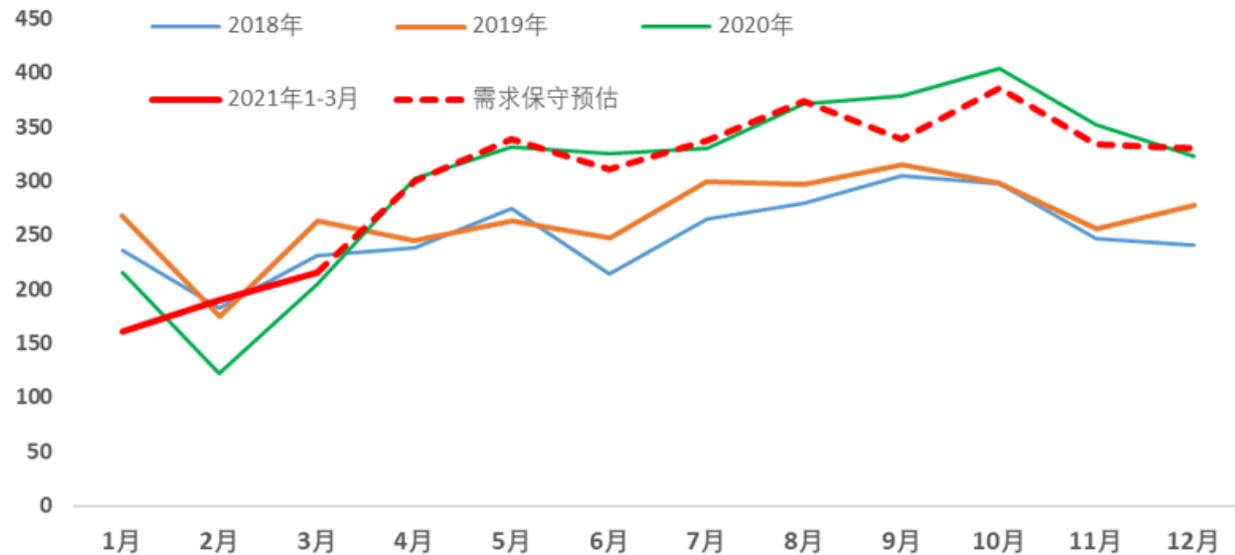
- 截至3月18日，各地还未开始发行新增专项债项目。
- 我国经济从新冠肺炎疫情中回暖，宏观政策或将逐步关注与遏制金融风险。
- 今年我国的固定资产投资，增速或大致保持稳定（略低于2020年），主要可能因为地方政府专项债发行规模下降而受到抑制。
- 去年年底至近年1季度以来，AA+级信用债的信用利差大幅走高。
- 大部分地区的道路基础设施建设的资金支持力度较2020年有所降低。

交通运输产业债信用利差 (BP)



资料来源：万得 南华研究

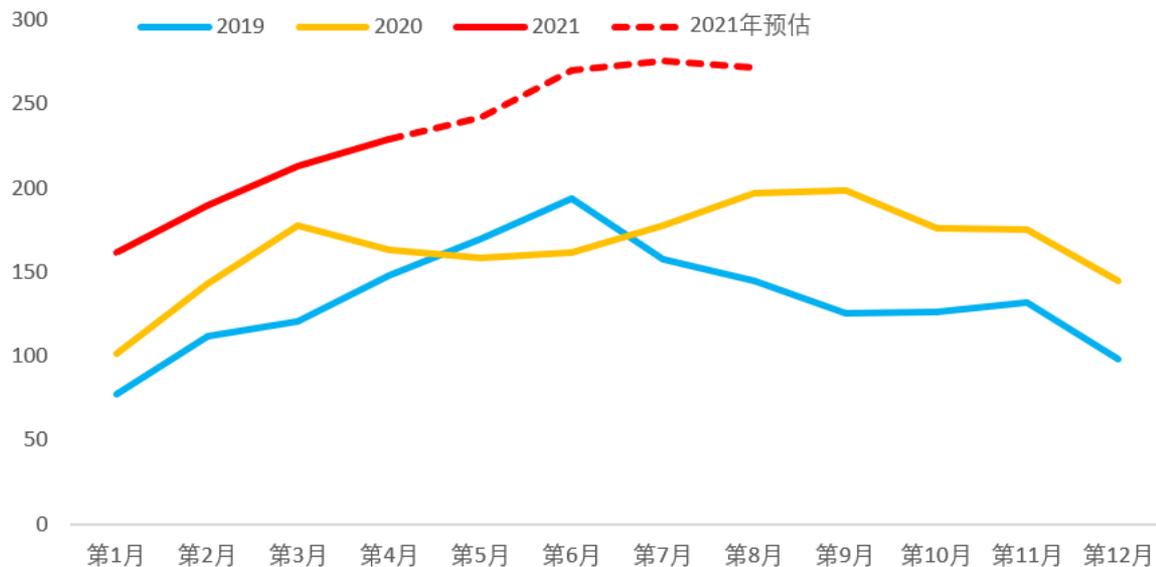
预估2021年沥青月度需求（万吨）



资料来源：百川资讯 万得 南华研究

2021年的总体沥青需求略微高于2020年，但幅度不大（保守估计2021年的沥青需求较2020年增加10%）

预估2021年沥青供需库存（万吨）



- 今年上半年社库和厂库总计库存，继续累库是大概率事件
- 炼厂在去年和今年一季度扩容了不少厂库，胀库压力减轻，炼厂把控销售价格的能力或许更强。

资料来源：百川资讯 万得 南华研究

04

逻辑总结与策略分享

- FU供应弹性较小，内外价差倒挂，仓单累库压力较小，夏季发电需求有想象空间；
- LU供应弹性较大，需求增长边际走缓，低高硫价差高位，关注持续高位下高硫船燃的需求增长边际；
- 关注LU-FU09价差在800元/吨以下的做缩机会；
- 新加坡的低高硫裂解差均处于历史区间下沿（对标布伦特原油），但就我国而言，由于前期的SC也相对低估，FU和LU裂解差较新加坡要高，做多国内裂解差的性价比相对不足，可以逢低轻仓尝试，考虑相对远月的配对（7-9月合约），考虑在FU/SC09比价5.8附近轻仓介入，手数配比等货值（1手SC对应17手FU）；
- 单边上，如果认为60美元的布油具有较强的支撑边际，FU09下方支撑位约在2250元/吨，LU06下方支撑位约在2950元/吨。

- 沥青未来几个月预计依然是累库周期，值修复依然艰难，裂解差短期难有大的改观；
- 目前市场中普遍认为沥青估值过低（加工利润处于历史低位），抄底资金蠢蠢欲动，同样如果对标布伦特原油60美元的价格支撑，BU2106在2700元一带具有较强的支撑。
- 炼厂真实加工利润比盘面表观要好很多，因此未来几个月沥青面临的供需结构有进一步恶化的可能，做多裂解的操作理论上还应该等待，激进投资者可以轻仓逢低布局，但预计上方空间有限，手数配比等货值（1手SC对应11手BU）。

原油需求再度严重弱化，价格下跌超出预期；
伊核问题缓解，伊朗出口原油和高硫燃料油大幅增加。



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：0571-89727508

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