

大地热点评论：高硫燃料油困境反转待几何？

大地期货研究院

主要观点：

高硫燃料油供需偏宽松格局难改，3月中旬前依旧维持弱势，短期逢高偏空FU05思路不改，但中期高硫裂解及纸货EW价差具备低估值做多的条件。建议关注中东物流情况及美国炼厂复工动态。

1、新加坡高硫燃料油价格及价差走势偏弱

经历了中国传统春节后，高硫燃料油整体价格及价差均走势偏弱。其中新加坡380M1（3月）的裂解价差由节前的-11.8美元/桶下跌23.8%至上周五收盘的-14.61美元/桶，反应了高硫燃料油整体供大于求的格局依旧难改。而从国内价格看，FU主力合约2月26日收盘价较2月19日开盘3140元/吨下跌2.32%至3067元/吨，裂差（VS布油）同步位于-15.19美元/桶低位。

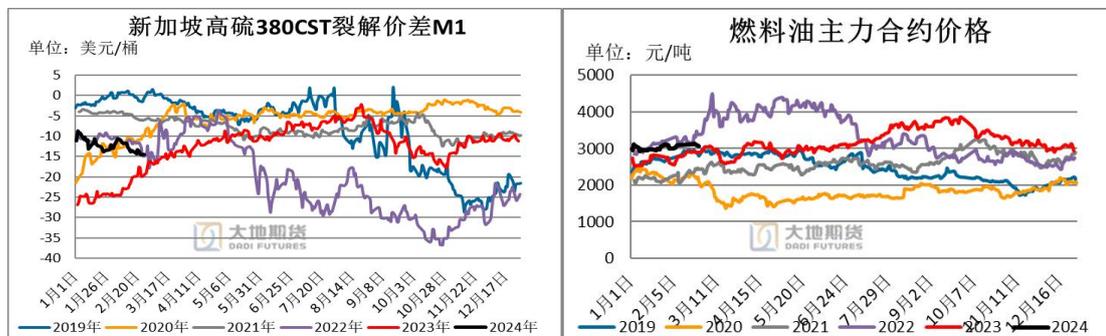


图1：高硫燃料油纸货报价及期货价格 数据来源：路透，Wind，大地期货研究院

在这样的背景之下，现货贴水及近月月差均位于历史低位。

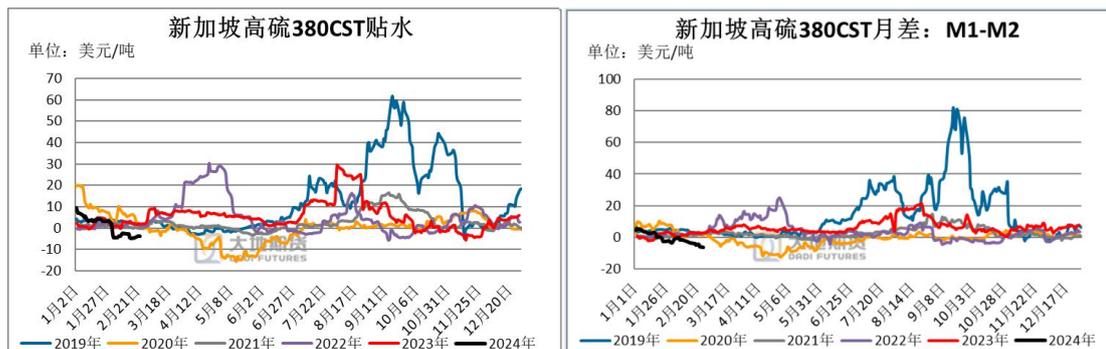


图 2：高硫燃料油贴水及月差 数据来源：路透，大地期货研究院

2、节后高硫库存累积，燃料油物流重定向。

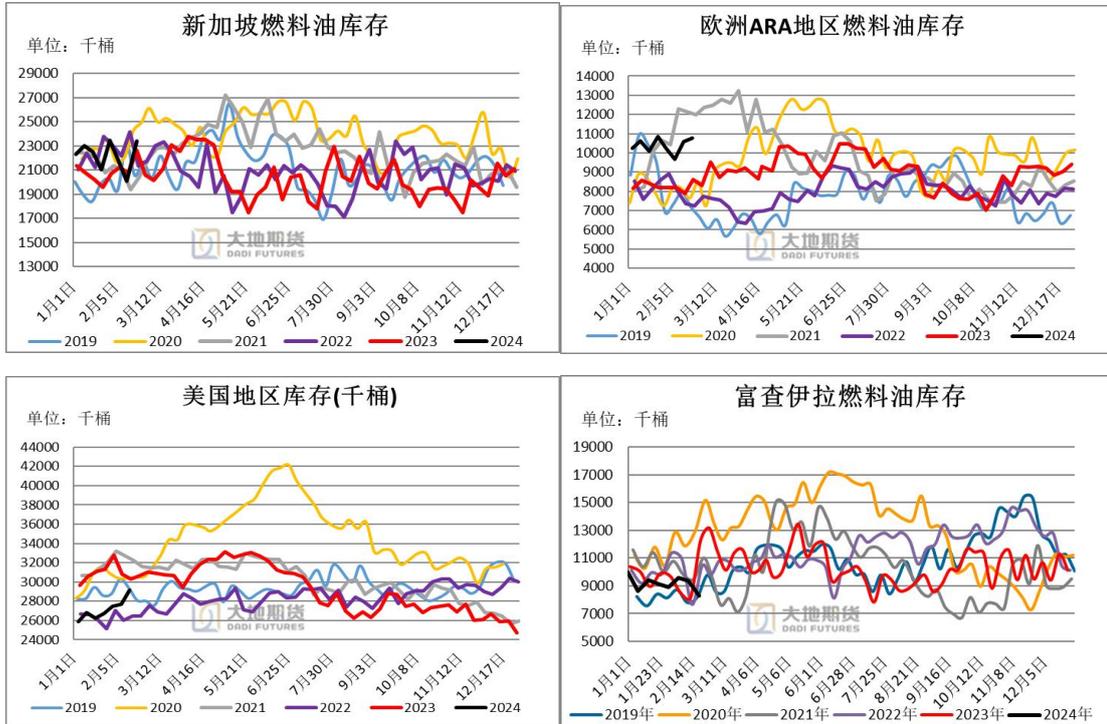


图 3：燃料油库存 数据来源：彭博，路透，大地期货研究院

节后高硫整体偏弱主要还是由于需求的疲软一直得不到改善：中国及美国炼厂2月集体检修使得高硫最大的炼化需求得不到满足，且最终在物流向的传递后形成了多数燃料油消费地显性库存的积累。截止2024.2.23当周，除了中东富察伊拉燃料油库存持续下降外，美国欧洲及新加坡地区燃料油库存均出现不同程度的累库。

从整体物流向看，中东地区高硫燃油净流出量位于季节性高位，这部分的增量主要由于红海危机绕行及船舶提速所引发的燃料油需求增加，这也变相导致了中东地区燃料油库存持续的去化。

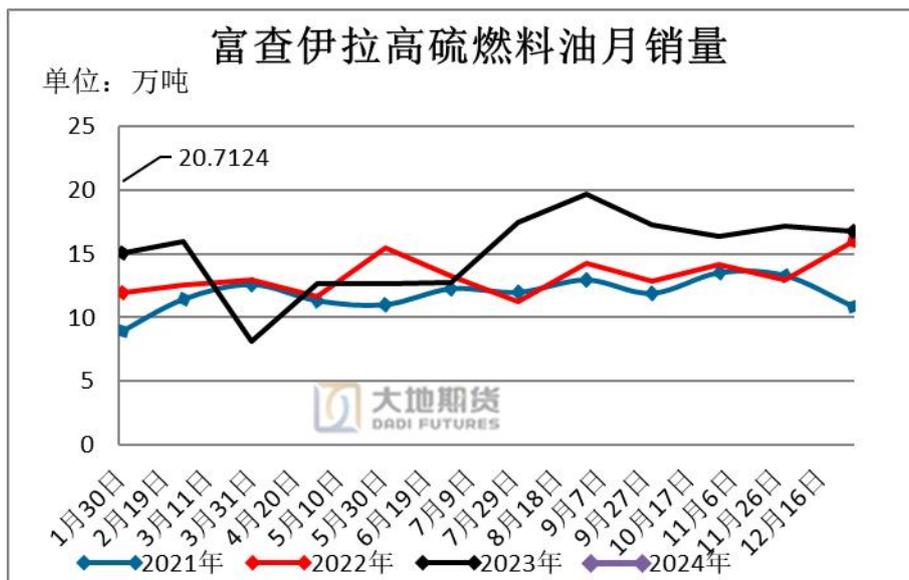


图 4：富察伊拉高硫燃料油销量 数据来源：路透，大地期货研究院

而在沙特 Ras Tanura 32.5 万桶/日 CDU 装置及 4.4 万桶/日 HCU 装置以及伊拉克 Basrah 2 条共 14 万桶/日 CDU 装置 2 月检修所带来的减量背景下，中东燃料油净出口的增量主要来源于去年末伊拉克 Basrah 第四套 CDU 装置投产及 Karbala 装置开机提升。

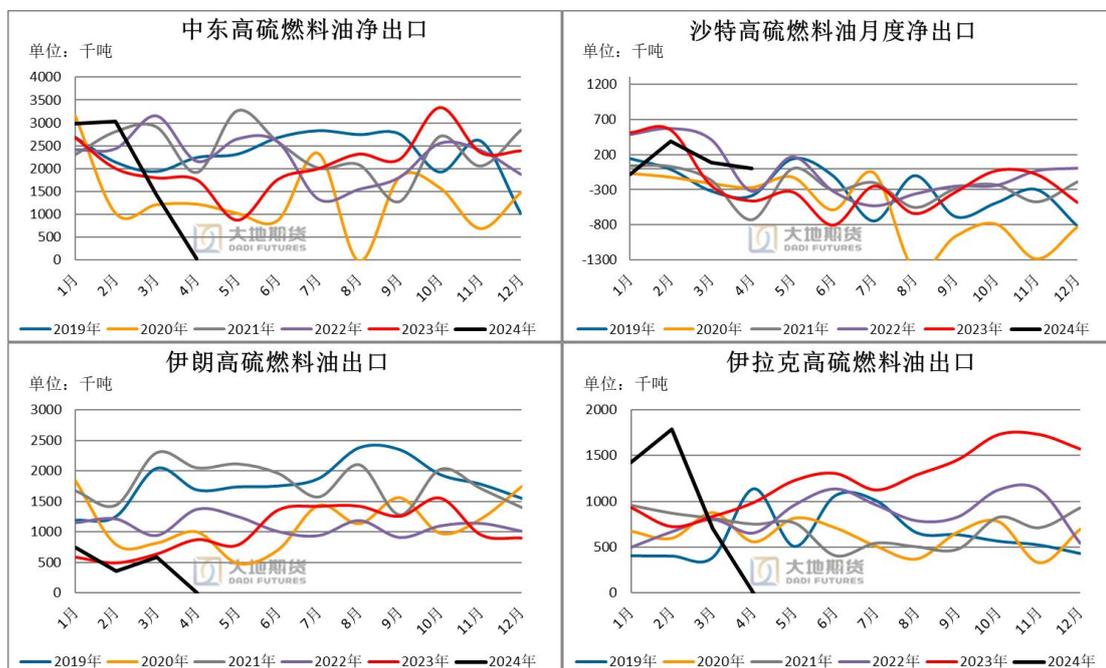


图 5：中东地区燃料油出口 数据来源：Kpler，大地期货研究院

而反观另两个加注及纸货交易活跃区域新加坡及欧洲，其整体高硫价格走势出现了明显劈叉。高硫 380 的 EW 价差一路下探至 -19 美元/吨附近。这部分套利窗口的缺失也导致了中东及亚洲等地净流入新加坡的高硫燃料油无法形成有效去

化且最终体现在了周度库存的累积之中。

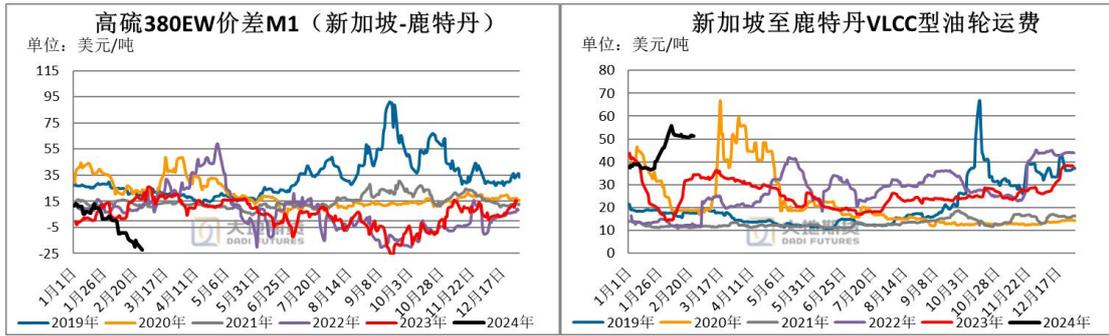


图 6：高硫燃料油 EW 价差及油轮运费 数据来源：路透，大地期货研究院

但是整体来看，因为美国装置检修所带来的燃料油需求下移，从美国运往欧洲的高硫物流填补了因红海危机导致的中东运往欧洲的货物减量。

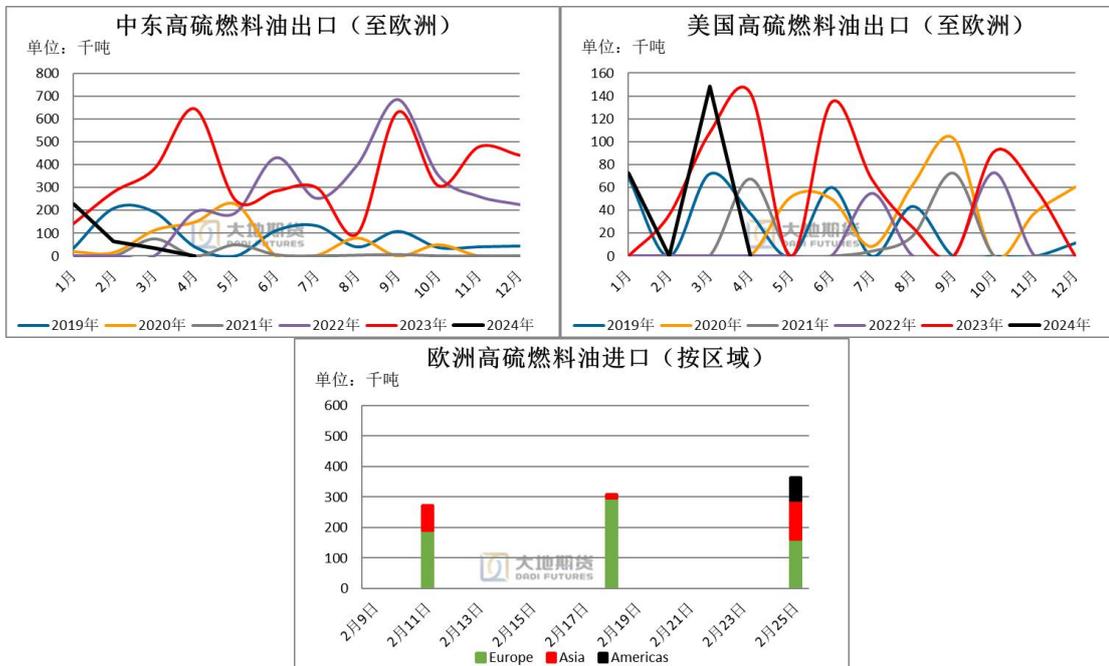


图 7：高硫燃料油出口 数据来源：Kpler，大地期货研究院

与此同时，国内炼厂进入检修季，整体对高硫燃料油进口的需求亦同步有所平抑，同时美国重新制裁将导致委油运往中国的预期量有所增加，这也导致了整体国内燃料油交投氛围不高，整体 FU 价格难见起色。

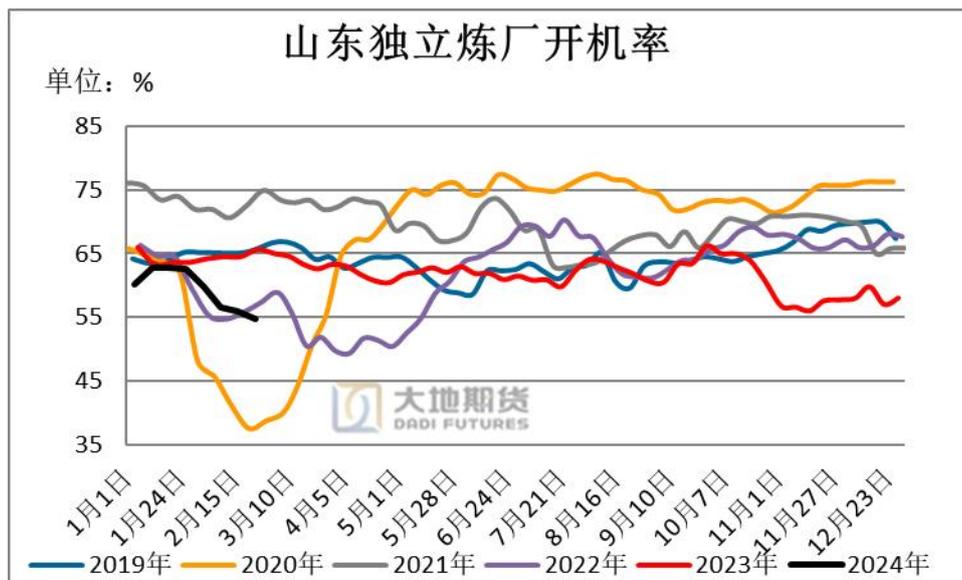


图 8：山东独立炼厂开机 数据来源：隆众，大地期货研究院

3、后市展望

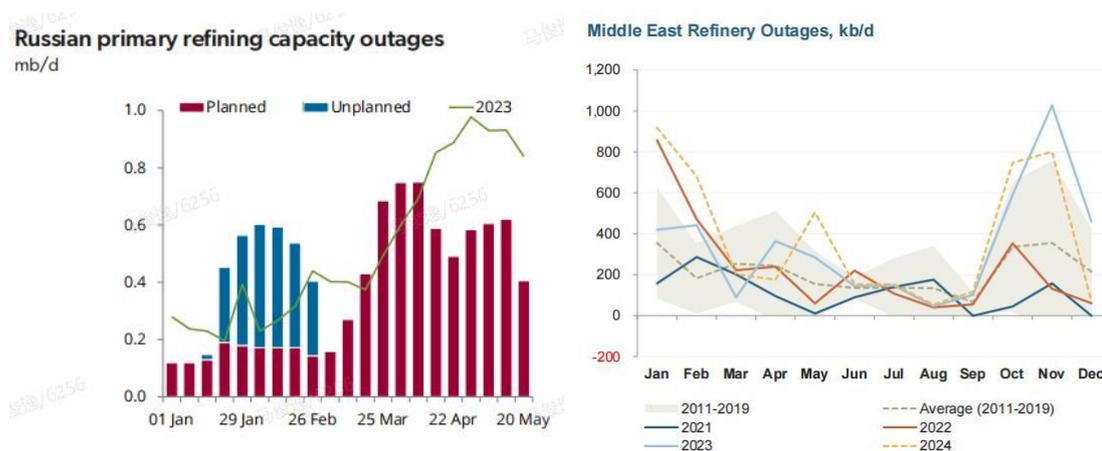


图 9：俄罗斯及中东装置检修计划 数据来源：EA，FGE，大地期货研究院

供应端，俄罗斯 Tuapse 炼厂（85 千桶/天燃料油产能）将至少检修 3 个月，这将导致 3-5 月约 40 万吨/月的燃料油供应减量，且俄罗斯炼厂 3-5 月约 2000-3500 万吨炼能进入检修季，整体供应上预计将产生 70-80 万吨/月的减量（按照 Kpler 俄罗斯高硫燃料油月度流出量的均值与最小值的数据对比）；

中东沙特 Ras Tanura 和伊拉克 Basrah 检修即将结束将为高硫市场带来约 30 万吨/月的供应回归；同时据 Platts 预测，伊拉克 Baiji 炼厂 15 万桶/日的新增产能将于 24 年 3 月试运行，根据之前的炼能设计看，该厂 29 万桶/月的炼能中燃料油收率 42.79%，对应 15 万桶/天的炼能约生产 30 万吨/月的燃料油，但在汽柴油等二次装置未完全修复的情况下预计前期仍将以燃料油出料的形式呈现，故整

体炼厂将带来 30-70 万吨/月的高硫增量。

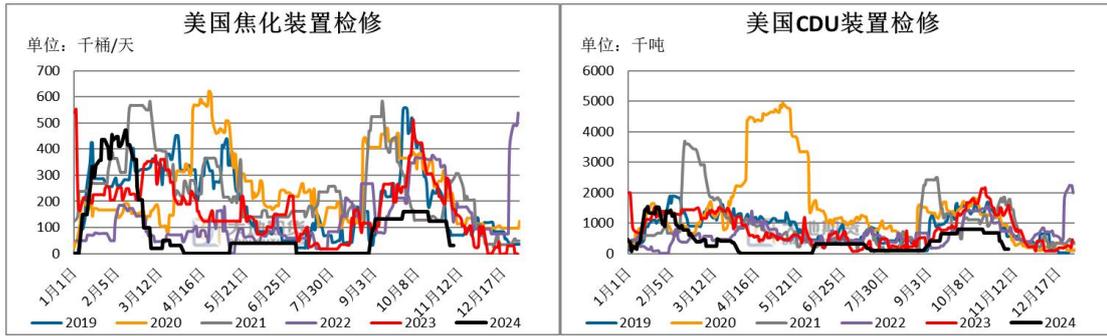


图 10：美国装置计划检修 数据来源：彭博，大地期货研究院

需求端，3月中旬美国装置检修进入尾声，整体焦化的恢复将带动燃料油需求的再回升，按照去年约 2000 万吨的高硫净流入及焦化检修恢复的产能比例匡算，约增加 14 万吨/月的高硫需求。

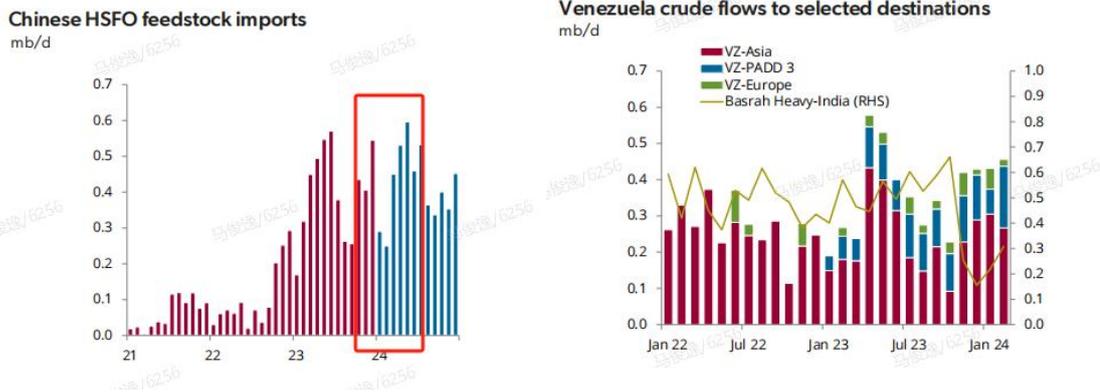


图 11：中国高硫需求回归预测及委内瑞拉原油流向 数据来源：EA，大地期货研究院

中国地炼季节性检修结束后带来 20-35 万桶/天（约 100-165 万吨/月）的燃料油需求增量，但是整体进口需求增量仍会受到委内瑞拉 Merey 油继续受制裁而运往亚太的物流项影响而有所浮动。在供应端整体维持稳定而需求端有所回升的背景下，高硫裂解价差预计将有所回升。

而从地缘看，巴以双方目前开始洽谈停火等相关事宜，巴以冲突向缓和的方向演绎，由此衍生出的也门胡塞武装红海袭击也将随着情绪面的缓和而逐渐弱化。若巴以停战红海危机缓和，虽然将导致整体船加油的高硫需求有所下降（2024 年 1 月主流港口加油量约较 2023 年 12 月提升了 80-90 万吨），但整体脱硫塔约占全体运行船只的 5%，线性换算的话仅下降了 4-5 万吨/月的高硫需求，整体影响幅度不大，高硫燃油将在运费下降东西方套利空间打开的背景下实现物流向转化，EW 价差将随着区域供需改善回升。若巴以不停战，红海危机继续，中东的燃料油

依旧无法大量运到欧洲，且美国随着焦化需求上升物流向中断，则 EW 价差继续弱势整理。

综上所述，高硫燃料油供需偏宽松格局难改，3月中旬前依旧维持弱势，短期逢高偏空 FU05 思路不改。但中期看伴随需求回升及地缘缓和，EW 纸货价差及高硫燃料油裂解价差具备低估值下反转的驱动，具体关注美国净出口燃料油物流情况及中国尤其是山东燃料油进口情况演绎。

作者信息

蒋硕朋

从业资格号：F0276044

投资咨询号：Z0010279

研究联系方式：0571-86774106

联系人：马俊逸

从业资格号：：F03106482

联系方式：0571-86774106

免责声明

本报告由大地期货有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或暗示。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保或保证。本公司对于报告所提供信息所导致的任何直接的或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅归大地期货有限公司所有，未获得事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“大地期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

大地期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

大地期货有限公司

公司总部

地址：杭州市上城区四季青街道香樟街 39 号 24、25 层

电话：4008840077 邮编：310016