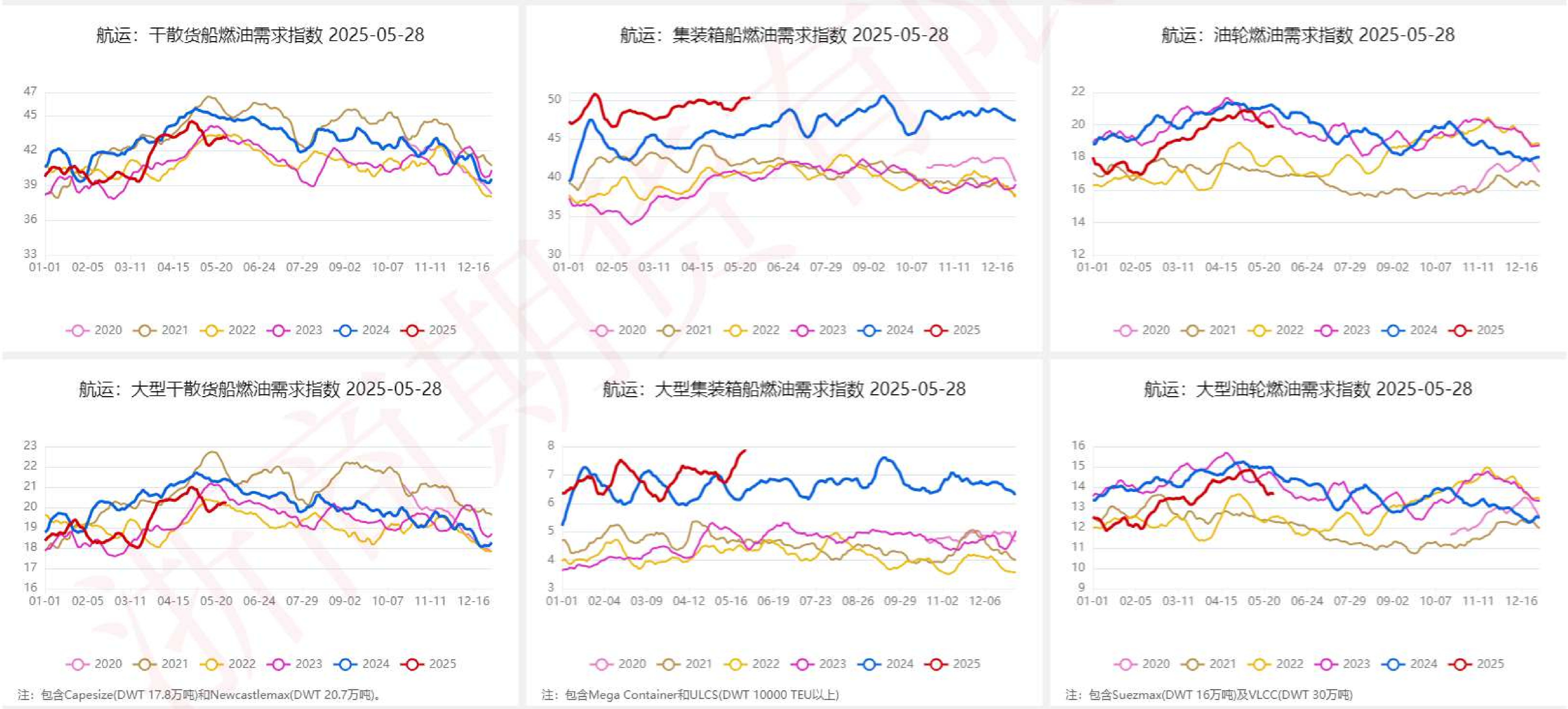


燃料油需求：高硫船燃需求强劲，低硫船燃基本持平

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
19			环比变化量	-0.100	-0.110	1.570	1.390	1.270	-1.400	-0.450	-0.950	-0.070	0.120	0.800	-0.250				
20			环比变化率	-0.26%	-0.32%	4.38%	3.71%	3.27%	-3.49%	-1.16%	-2.48%	-0.18%	0.32%	2.14%	-0.65%				
21			同比变化量	0.550	0.390	2.770	3.350	2.930	2.670	2.860	1.320	1.700	0.620	0.620	1.830	1.800			
22			同比变化率	1.54%	1.10%	7.95%	9.40%	7.87%	7.38%	8.05%	3.66%	4.77%	1.70%	1.64%	5.05%	4.99%			
23			2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	月度平均			
24			干散货船	19.260	19.9	20.34	21.03	21.43	20.78	20.350	20.18	20.01	19.64	19.38	18.69	20.08			
25			环比变化量	-0.18	0.64	0.44	0.69	0.40	-0.65	-0.43	-0.17	-0.17	-0.37	-0.26	-0.69				
26			环比变化率	-0.95%	3.32%	2.21%	3.39%	1.90%	-3.03%	-2.07%	-0.84%	-0.84%	-1.85%	-1.32%	-3.56%				
27			同比变化量	0.90	1.87	1.92	1.87	0.64	0.56	0.74	0.63	0.62	0.44	0.16	-0.75	0.80			
28			同比变化率	4.90%	10.38%	10.43%	9.73%	3.06%	2.76%	3.76%	3.20%	3.19%	2.28%	0.83%	-3.88%	4.14%			
29			集装箱船	6.620	6.26	6.76	6.18	6.5	6.76	6.510	6.79	7.18	6.48	6.84	6.66	6.63			
30			环比变化量	1.95	-0.36	0.50	-0.58	0.32	0.26	-0.25	0.28	0.39	-0.70	0.36	-0.18				
31			环比变化率	41.67%	-5.44%	7.99%	-8.58%	5.18%	4.00%	-3.70%	4.30%	5.74%	-9.75%	5.56%	-2.63%				
32			同比变化量	2.85	2.20	2.45	1.71	1.55	1.81	1.57	2.01	2.20	1.66	2.34	1.99	2.03			
33			同比变化率	75.47%	54.05%	56.68%	38.31%	31.44%	36.51%	31.71%	41.98%	44.24%	34.54%	51.98%	42.53%	44.07%			
34			油轮	13.780	14.15	14.37	14.8	14.98	14.3	13.470	13.69	13.09	13.73	13.16	12.64	13.85			
35			环比变化量	-0.100	0.37	0.22	0.43	0.18	-0.68	-0.83	0.22	-0.6	0.64	-0.57	-0.52				
36			环比变化率	-0.74%	2.69%	1.55%	2.99%	1.22%	-4.54%	-5.80%	1.63%	-4.38%	4.89%	-4.15%	-3.95%				
37			同比变化量	-0.17	0.28	-0.43	-0.50	0.51	0.67	-0.32	0.63	0.13	0.30	-1.37	-1.24	-0.13			
38			同比变化率	-1.18%	2.00%	-2.94%	-3.25%	3.55%	4.94%	-2.34%	4.82%	1.01%	2.24%	-9.42%	-8.95%	-0.90%			
39			大型船总需求	39.660	40.32	41.5	45.02	42.92	41.87	40.340	40.67	40.28	39.85	39.4	38	40.82			
40			环比变化量	1.66	0.66	1.18	3.52	-2.10	-1.05	-1.53	0.33	-0.39	-0.43	-0.45	-1.40				
41			环比变化率	4.37%	1.66%	2.93%	8.48%	-4.66%	-2.45%	-3.65%	0.82%	-0.96%	-1.07%	-1.13%	-3.55%				
42			同比变化量	3.58	4.36	3.96	6.09	2.71	3.07	1.99	3.27	2.95	2.40	1.15	0.00	2.96			
43			同比变化率	9.93%	12.11%	10.55%	15.64%	6.75%	7.91%	5.19%	8.75%	7.91%	6.41%	3.01%	0.00%	7.82%			
44																			
45																			
46																			



脱硫塔数量简述

据DNV的数据显示，目前安装脱硫塔船数为6077艘，其中干散货船2084艘，集装箱船1550艘，油轮1548艘。按全球总船数计算，干散货安装脱硫塔比例为16%，集装箱船24.6%，油轮11%；若按在航船只计算，干散货安装脱硫塔比例为31.8%，集装箱船40.4%，油轮29.2%。

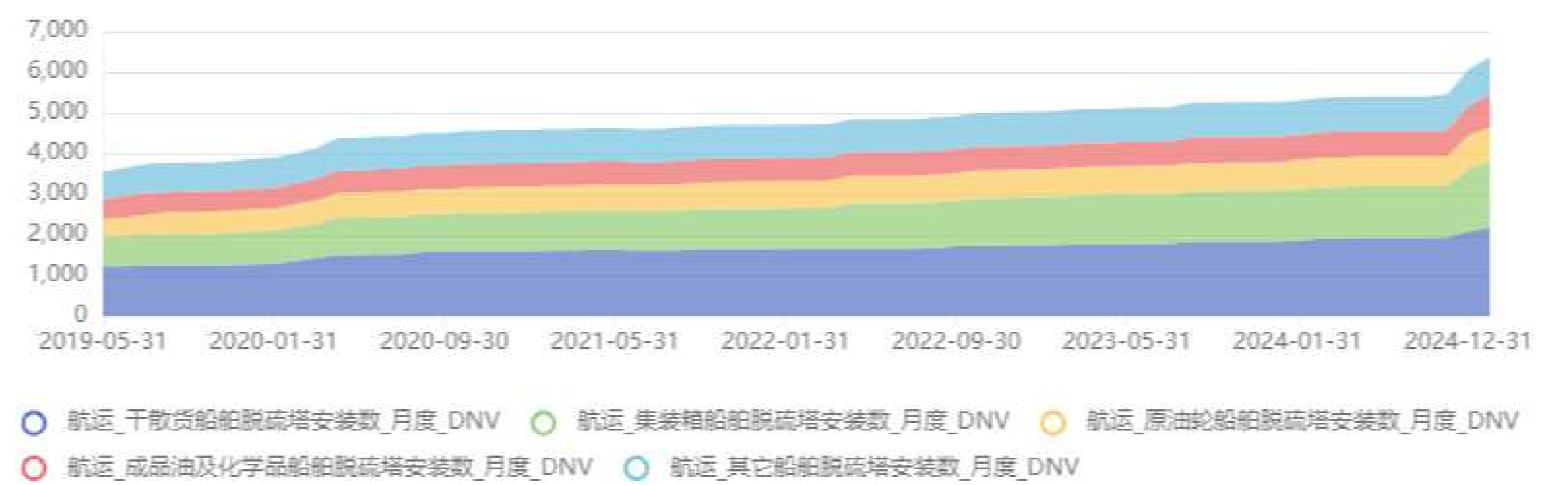
燃料油需求：高硫船燃需求强劲，低硫船燃基本持平

高硫燃料油：船舶脱硫塔安装数总计（累计值，含订单） 2025-03-31



数据来源：DNV、浙商期货研究中心

高硫燃料油：各船型船舶脱硫塔安装数 2025-03-31

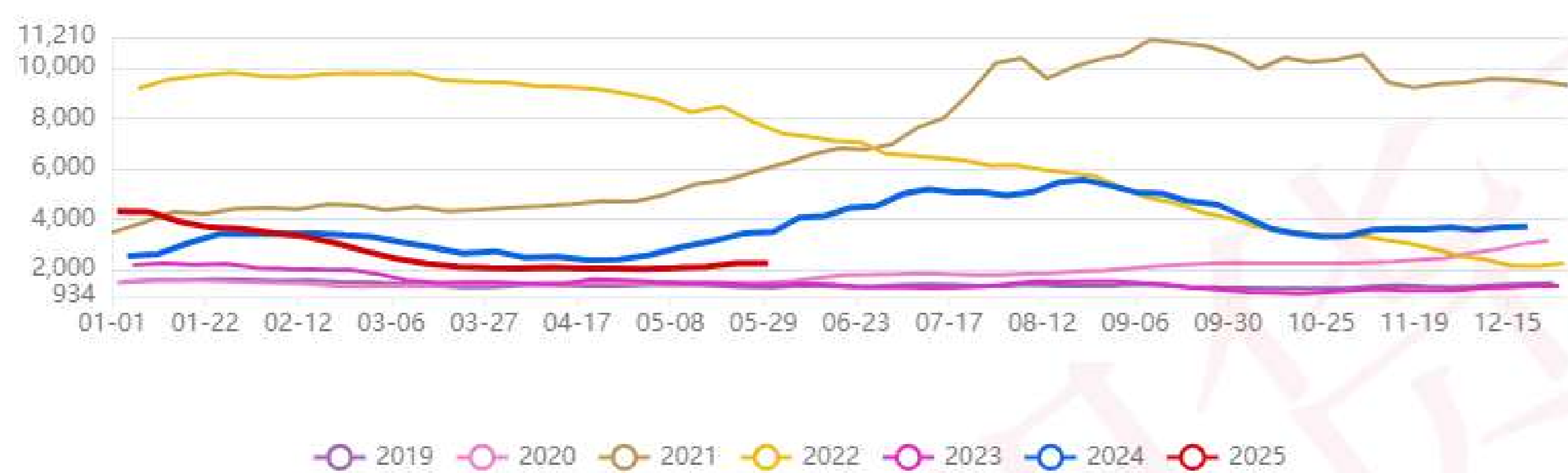


数据来源：DNV、浙商期货研究中心

船燃需求简述

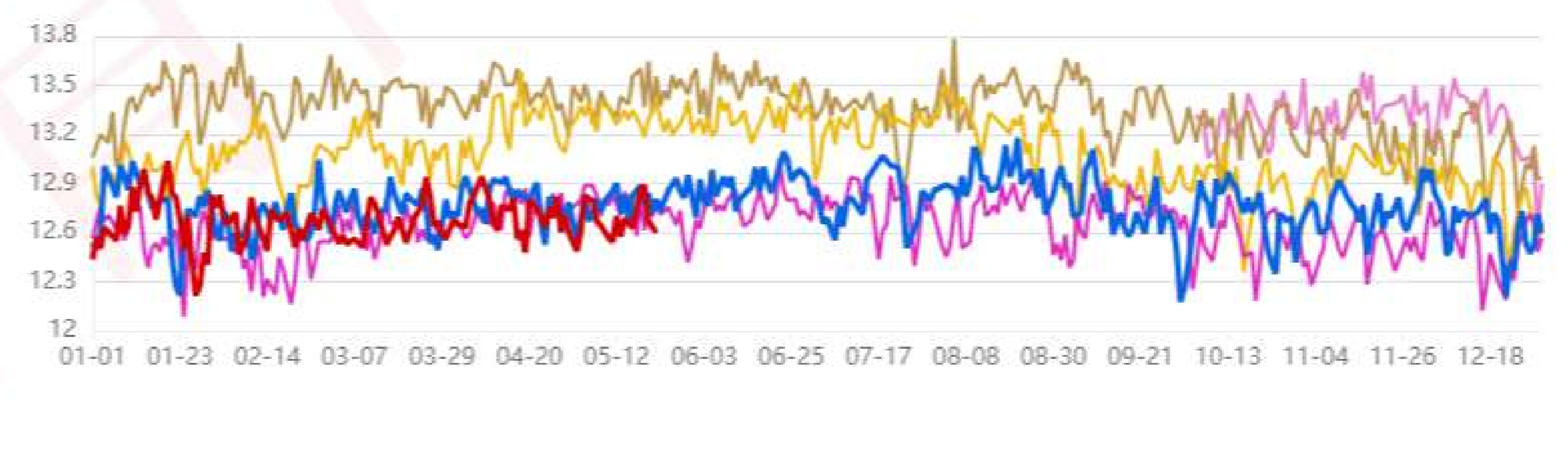
通过船燃需求指数的同比变化数据，我们可知2024年船燃需求的增量主要来源于集装箱船。2023年末红海危机带来了中欧航线的集装箱船纷纷选择绕行好望角，更长的航程带来的更贵的运费以及在高运费刺激下的集装箱船提速均大幅增长了集装箱船的船用燃料需求。同时根据安装脱硫塔船型比例，集装箱船恰恰是安装脱硫塔最多的船型。在集装箱船燃需求大幅增长的背景下，2024年高硫燃料油船燃需求迎来20%的增速，而低硫燃料油船燃需求基本持平。高硫燃料油船燃需求占比也由2023年的26.5%上升至30.7%。

航运：波罗的海集装箱运价全球指数 2025-05-30



数据来源：波罗的海交易所、FBX、同花顺、浙商期货研究中心
数据来源：Freightos 更新频率：周度

航运：在航船速集装箱船 2025-05-22



更新频率：日度

低硫燃料油供应：科威特Al Zour炼厂完全投产，低硫燃料油产量趋于稳定

科威特低硫燃料油简述

- 2024年5月29日科威特Al Zour炼厂举行了正式落成典礼，这标志着从2022年11月试运行至今，Al Zour炼厂已全部投产完成，进入商业化运行阶段。
- Al Zour炼厂产能为3套20.5万桶/天CDU装置共计处理能力为61.5万桶/天。其低硫燃料油产能为22.5万桶/天，即满负荷生产能力为100万吨/月。详细信息参见专题报告《燃料油主产国介绍系列2——科威特》。
- 根据Kpler数据显示，2024年Al Zour炼厂累计出口低硫燃料油VLSFO 497万吨，同比2023年增加82万吨或19.7%。其中1月及6月出口低点分别为17万吨及18.5万吨，10月及11月为出口高峰，出口量为65.8万吨和73万吨。
- 据不完全统计，2024年科威特石油公司共发布14批次低硫燃料油现货招标，数量总额为288万吨（含2025年上半年预售）。此外科威特石油公司KPC与卡塔尔能源公司QE签署供应120万吨/年，协议时间为2024年7月至2025年6月。

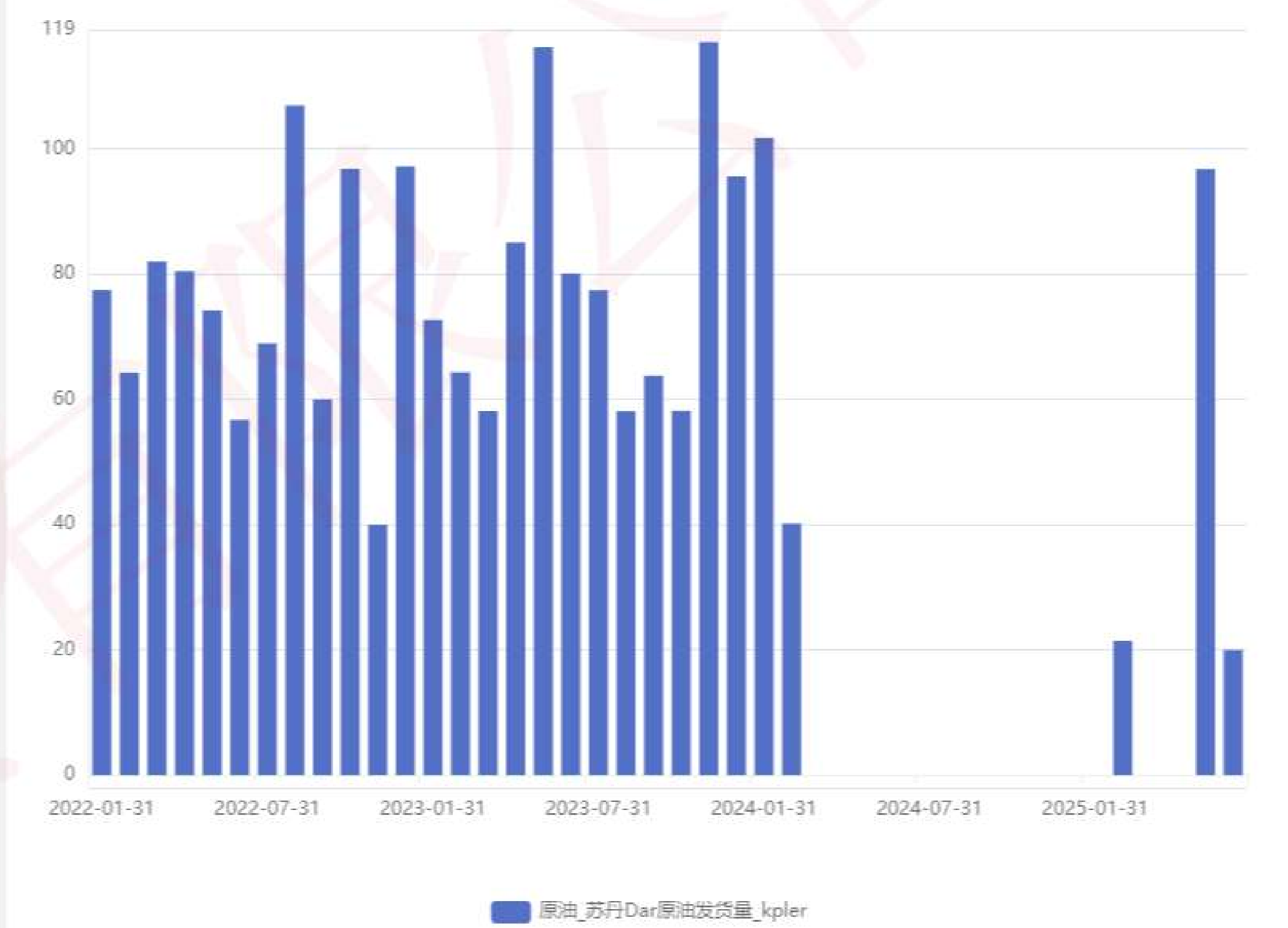
低硫燃料油供应：科威特Al Zour炼厂完全投产，低硫燃料油产量趋于稳定



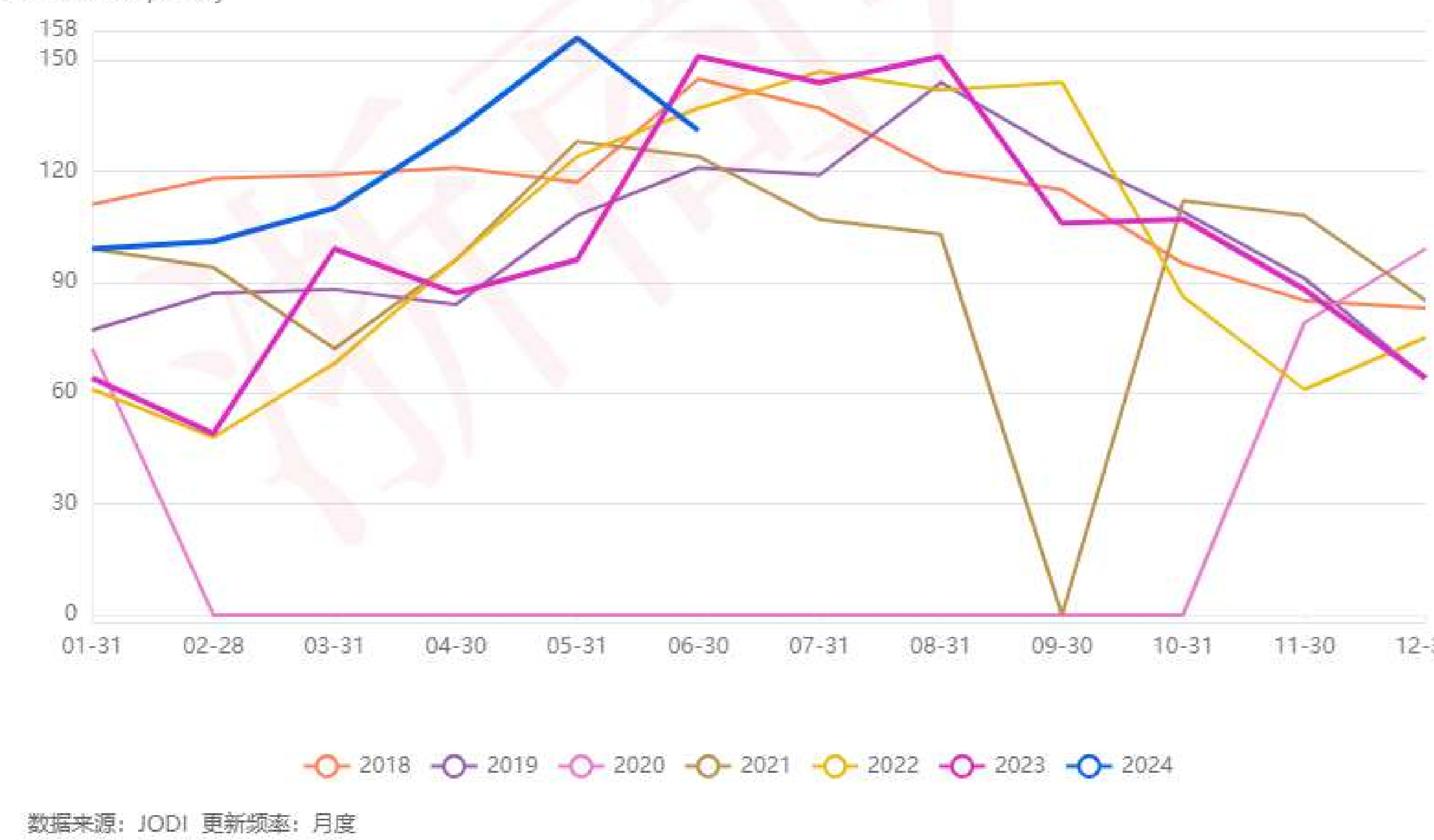
科威特低硫燃料油出口目的地变化

- 2024年科威特低硫燃料油出口一大变化的特点在于其出口目的地的改变。2023年科威特出口低硫燃料油415万吨，其中以新加坡市场为主（55%），另有阿联酋（25%）及卡塔尔（20%）。而2024年其出口目的地新加坡市场仅占23%，阿联酋市场份额迅速上升至56%。
- 阿联酋富查伊拉进口的大幅增长，主要源于其本地低硫燃料油供应不足。富查伊拉作为全球第三大加油港口，低硫燃料油月加注量在40万吨左右。本地供应主要由Fort Energy炼厂（80kb/d）和Vitol炼厂（65kb/d）提供。Fort Energy炼厂1月一套CDU检修，其后由于4月苏丹低硫Dar原油原料供应缺乏，炼厂一直以50%负荷运行，影响低硫燃料油产量10-15万吨/月。因此富查伊拉今年加大从科威特进口低硫燃料油的数量，以满足本地船燃加油需求。

原油：苏丹Dar原油发货量 (kb/d) 2025-06-30



科威特燃料油需求 (kb/d) 2024-06-30



	A	B	C	D	E	
1						
2	科威特石油公司KPC招标信息					
3	信息日期	采购方	销售方	交易数量	交货日期	装船
4	2024-11-01	ADNOC	KPC	12万吨*6	Jan-Jun	A
5	2024-09-27	ATC	KPC	13万吨*3	Oct-Dec	A
6	2024-08-14	Chevron	KPC	13万吨	Sep 12-13	A
7	2024-07-18	ATC	KPC	13万吨	Aug 11-12	A
8	2024-07-09	BB Energy	KPC	13万吨	Jul. 20-21	A
9	2024-05-09	Aramco	KPC	6万吨*6	July-Dec	A
10	2024-04-22	Aramco	KPC	13万吨	May. 2-3	A
11	2023-03-19	Gunvor	KPC	12万吨	Apr. 4-5	A
12	2023-03-12	Idemitsu	KPC	12万吨	Mar. 23-24	A
13	2024-03-08	Glencore	KPC	13万吨	Mar. 18-19	A
14	2024-02-14	ADNOC	KPC	13万吨	Feb. 27-28	A
15	2024-02-01	P66	KPC	13万吨	Feb. 13-14	A
16	2024-01-23	ATC	KPC	13万吨	Feb. 8-9	A
17	2024-01-05	PetroChina	KPC	13万吨	Jan 20-21	A
18						

低硫燃料油供应：科威特Al Zour炼厂完全投产，低硫燃料油产量趋于稳定

科威特燃料发电需求说明

- 科威特国内燃油发电主要原料为燃料油及原油。预估夏季总计燃料需求为180kb/d。冬季燃料需求下降至100kb/d。
- 科威特主要燃油发电站：Sabiya发电站（燃油装机容量为3.9GW）、Doha发电站（燃油装机容量为3.45GW）和Az Zour South发电站（燃油装机容量为2.4GW），总装机容量为9.75GW。
- 科威特年度发电负荷约在40%左右，燃气发电站平均负荷高于燃油发电站。按季度来看，整体发电需求排序为第三季度（Q3）>第二季度（Q2）>第四季度（Q4）>第一季度（Q1）。其中Q1及Q4为发电需求淡季，平均负荷约为30%。Q2及Q3为发电需求旺季，平均负荷约为50%。
- 由上述发电装机容量及发电负荷可以计算得到科威特国内燃料油燃烧发电需求量，年燃油发电需求量为800万吨/年，其中燃料油需求600-700万吨。Q2及Q3燃油需求在83万吨/月，其中燃料油需求在66万吨/月左右。Q1及Q4燃油需求在50万吨/月，其中燃料油需求在45万吨/月左右。该需求量基本符合KIPIC月报数据。

	A	B	C	D	E	F
1		科威特电力发电原料消费量				
2						
3		燃料油 (万吨)				
4		天然气 (亿立方米)	总量	Az Zour South	Sabiya	Doha
5	2024-01-31	8.87	49.58	15.47	11.90	22.21
6	2024-02-29	8.29	47.05	13.97	12.24	20.83
7	2024-03-31	8.54	55.71	20.55	14.15	21.01
8	2024-04-30	11.27	63.44	20.24	16.80	26.40
9	2024-05-31	13.97	75.75	21.66	18.29	35.80
10	2024-06-30	15.55	87.93	30.82	20.94	36.17
11	2024-07-31	17.21	89.20	33.42	20.61	35.17
12	2024-08-31	17.06	86.86	34.33	22.30	30.22
13	2024-09-30	15.62	71.05	23.63	17.41	30.00
14						
15						
16						
17						
18						
19						
20						
21						
22						
23						
24						
25						
26						
27						
28						
29						
30						
31						
32						
33						
34						
35						
36						
37						
38						

低硫燃料油：泛新加坡浮仓及低硫0.5%1st价格 2025-06-02



低硫燃料油：泛新加坡浮仓及低硫0.5%燃料油1st裂差 2025-06-02



低硫燃料油：泛新加坡浮仓及低硫0.5%燃料油贴水 2025-06-02



低硫燃料油供应：中国低硫燃料油四季度配额紧张产量大幅减少

中国低硫燃料油出口配额概述

- 出口配额是指一国政府在一定时期内对某些出口商品的出口数量或金额规定一个最高限额的制度。限额内商品可以出口，限额外商品不准出口或者予以处罚。低硫燃料油出口配额制度出台时间：2020年4月28日，商务部、海关总署《将低硫船用燃料油纳入出口许可证管理货物目录（2020年）》和《关于下达2020年第一批低硫船用燃料油出口配额的通知》同步发布。两份政策相继出台，标志着我国生产的低硫船用燃料油产品，正式纳入出口许可证管理货物，并实行出口配额管理制度。
- 2024年中国共下发3批总计1300万吨燃料油出口配额，较2023年3批次1400万吨出口配额减少100万吨。其中第二批次同比增加100万吨，第三批次同比减少200万吨。出口配额下发的节奏与数量直接影响了2024年低硫燃料油的生产情况。上半年配额整体宽松背景下，低硫燃料油产量同比增长。第三批配额下发不及预期，三四季度低硫燃料油产量迅速收紧。
- 2024年12月25日，中国下发2025年第一批燃料油出口配额总计800万吨，数量与2024年第一批持平，符合市场预期。

低硫燃料油供应：中国低硫燃料油四季度配额紧张产量大幅减少

低硫燃料油产量确定性回升

低硫燃料油供应：炼厂投产升级的不稳定产出提供2024年边际增量

全球低硫直馏燃料油LSSR供应增加

Ruwais炼厂LSSR产量说明

汽油生产时间表 (2024)

低硫燃料油供应：炼厂投产升级的不稳定产出提供2024年边际增量

Dangote炼厂燃料油出口情况

2025年燃料油市场展望

美国制裁加剧，中东部分国家高硫燃料油出口受限

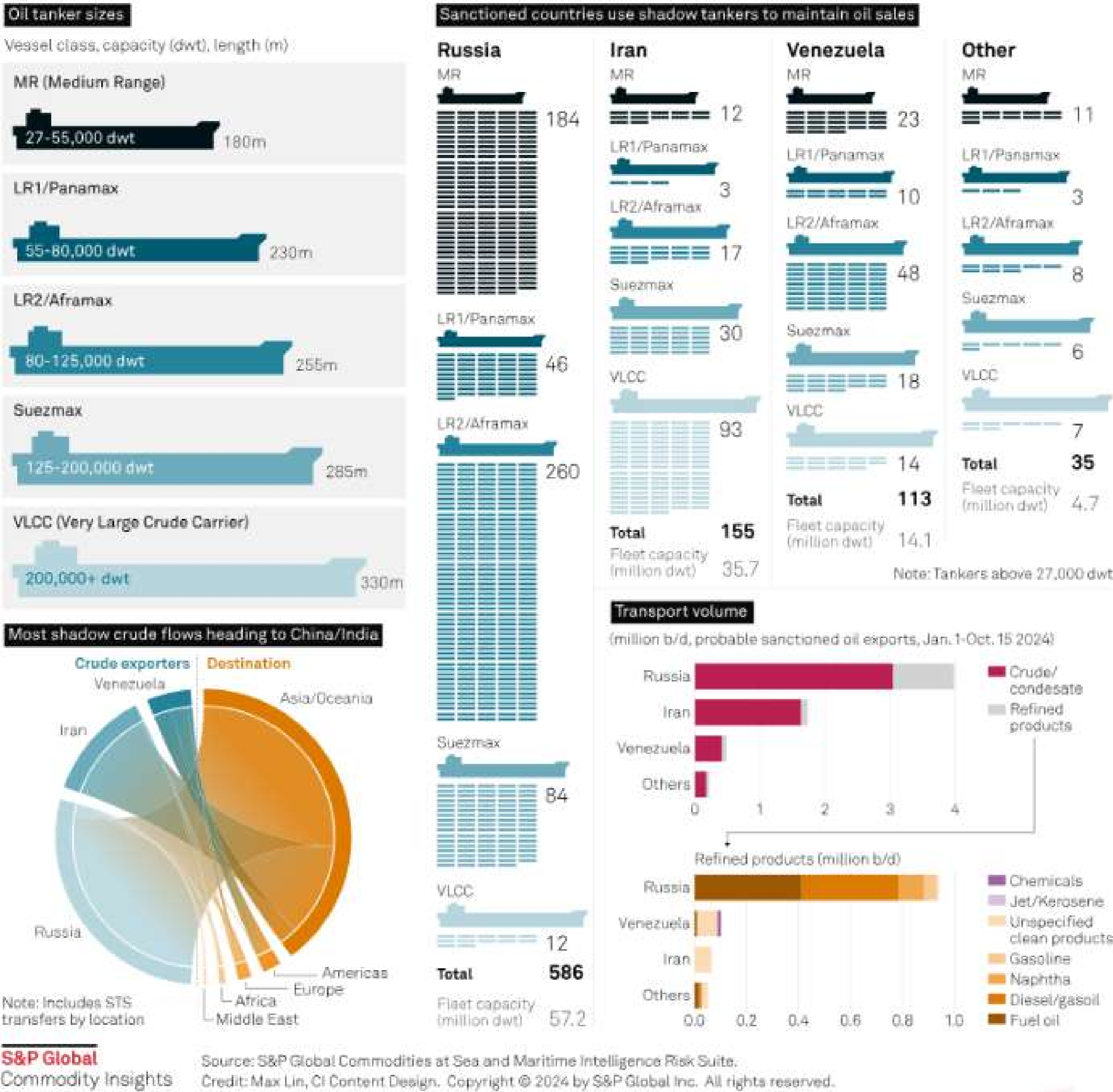
10月起美国开始制裁伊朗等国石油产品出口

美国制裁加剧，中东部分国家高硫燃料油出口受限

影子船队 Shadow Fleets

Shadow fleets: The covert armada defying oil sanctions

A covert armada of tankers has emerged to keep the world's oil flowing from sanctioned states. Partnering with opaque operators chasing risk premiums, Russia, Iran, and Venezuela have created a hidden shipping network transforming global trade flows.



	A	B	D	E
1	10月美国制裁			
2	Name	Ship type	货物类型	往来港口
3	Bendigo	VLCC	原油DPP	EOPL—中国青岛黄岛
4	Carnatic	VLCC	原油DPP	EOPL—中国岚桥日照烟台
5	Salvia	VLCC	原油DPP	EOPL—中国日照青岛黄岛烟台
6	Luna Prime	VLCC	原油DPP	EOPL—中国大连烟台日照
7	Goodwin	VLCC	原油DPP	EOPL—中国日照大连天津青岛黄岛
8	Anhona	MR	汽油柴油	Taman/Malta—FOTT
9	Wen Yao	VLCC	原油DPP	EOPL—中国岚桥烟台大连
10	Elza	MR	石脑油	巴基斯坦Karachi—Jebel Ali
11	Spirit of Casper	Suezmax	原油DPP	EOPL—中国烟台天津青岛黄岛
12	Crystal Rose	VLCC	原油DPP	EOPL—中国舟山营口日照
13	Dimitra li	VLCC	原油DPP	EOPL—中国大连烟台
14	Tyche I	aframax	DPP	EOPL/Kalamata—JPUT
15	Cross Ocean	aframax	原油DPP	俄罗斯—印度Paradip/中国东营
16	Satina	MR	HSFO	Iran—马来Westport/FOTT
17	Aventus I	suezmax	原油DPP	EOPL—中国烟台天津青岛黄岛
18	Davina	VLCC	原油DPP	EOPL—中国烟台大连营口FOT
19	12月3日美国制裁			
20	Name	Ship type	货物类型	往来港口
21	Jaya	VLCC	Arab Crude HSFO	Juaymah (沙特) FOTT(阿联酋)-中国
22	Phonix	VLCC	Iran	伊朗Kharg Island—中国烟台E
23	Bertha	VLGC	LPG	Iran—中国广州龙口乍浦福州
24	Olive	MR	ULSD	俄罗斯Tuapse/Primorsk—Tema/土
25	Yuri	VLCC	Crude	EOPL—中国烟台日照
26	Min Hang	Suezmax/LR3	Urals/ESPO/Iran	Kozmino/Ust Luga/EOPL—印度/中国
27	Elva	VLCC	Iran	EOPL—中国烟台日照岚桥
28	Ceres I	VLCC	Iran/Venezuela Crude	EOPL
29	Vanity	VLCC	Iran	EOPL—中国青岛日照大连
30	Lady Lucy	Handy/MR1	HSSRFO	伊拉克Khor Al Zubair Port-阿联酋F
31	Vesna	Aframax/LR2	ESPO	俄罗斯Kozmino—大连东营惠州
32	Ft Island	VLCC		EPOL-Pelepas Light.
33	Masal	Suezmax/LR3	Iran	Kharg Island—EOPL
34	Black Panther	MR	Naphtha	巴基斯坦Karachi Keamari—阿联酋C
35	Lioness	MR	Naphtha	巴基斯坦Karachi Keamari—阿联酋C
36	Veronica Iii	VLCC	Venezuela Crude	EOPL/ Port of Jose—中国
37	Fiona Ii	VLCC	Iran	EOPL—中国青岛黄泽
38	Merope	Aframax/LR2	ESPO HSFO	俄罗斯Taman/Kozmino—中国新加坡
39	Rio Napo	MR	Naphtha	Sohar/Khor Al Zubair Port-FOTT
40	Lara Ii	Short Sea Tankers	HSSRFO	Khor Al Zubair Port-FOTT
41	Tonil	Panamax/LR1	Naphtha	巴基斯坦Karachi Keamari—阿联酋C
42	12月19日美国制裁			
43	Name	Ship type	货物类型	往来港口
44	Ms Enola	VLCC	Iran	EOPL
45	Ms Angia	VLCC	Iran	EOPL
46	Ms Melenia	VLCC	DPP(Venezuela)	Bullenbay
47	Avital	VLCC	Iran	EOPL
48	Eliza II	VLCC	Iran	EOPL-China
49	Progress V	VLCC	Iran	EOPL-China
50	Scorpius	VLCC	Iran	EOPL-China
51	Tasca	VLCC	Iran	EOPL
52	Vigor	VLCC	Iran	EOPL-China
53				
54				
98				
99				
100				
101				
102				
103				
104				
...				

美国制裁加剧，中东部分国家高硫燃料油出口受限

新加坡EOPL锚地

EOPL:新加坡东港界外锚地（Eastern OPL Anchorage）是从柔佛港（Johor）进口航道以东由柔佛港界和新加坡分航通道（TSS）边界围成的狭长地带。

新加坡海事及港口管理局（MPA）曾在繁忙的新加坡海峡认可东西两个OPL（Outer Port Limit）锚地，为船舶加油、过驳、备舱、待航、停运、补给和更换船员等操作提供了便利，并为船东节省了很多港口使费和引航费。但随着锚泊船数量的不断增多，锚地内船舶碰撞和破坏海底电缆等事故也开始逐渐增多，同时相邻马来西亚和印尼两国对领海的争端问题也越发凸显。而东部OPL锚地也已被扩大到南海新加坡海峡入口处，马来西亚和印尼两国对领海水域的监管也随之加强。

EOPL锚地地理位置



2025年制裁影响中东出口分析

10月美国政府总计制裁了16艘有关船只，其中VLCC船9艘占比56.25%，而在12月3日的制裁中，美国政府总计制裁了16艘有关船只，其中VLCC船9艘占比下降至42.3%，MR型船及其他类型油轮占比上升。美国所针对的VLCC船舶制裁主要是针对在EOPL地区STS转运以及后续的运输。而MR型油轮更适合短途运输，如在中东地区之间运输。随着2025年美国新政府的上台预计制裁措施将进一步严格。

12月3日根据相关报道显示由于燃料油储罐超载，伊拉克巴士拉炼厂于11月30日暂停运营。近期暂无船只抵达伊拉克科祖拜尔港口装载燃料油出口。巴士拉炼厂燃料油产量在260kb/d，约120万吨/月。同时有关媒体报道了伊拉克出口的部分燃料油来源于其他国家。在美国12月的首次制裁中我们也发现了新增了对Lady Lucy船的制裁措施。该船舶主要来往于伊拉克科祖拜尔港口和阿联酋富查伊拉港口之间，负责伊拉克燃料油的对外出口。结合伊拉克巴士拉炼厂燃料油库存满库的报道，我们认为在美国的制裁措施下伊拉克的燃料油出口也受到了相应的影响。预计一季度出口量在160万吨/月，环比较四季度减少20万吨/月。

四季度伊朗国内遭遇严寒及天然气产量不足等因素影响，国内用电需求出现较大规模缺口。根据相关数据显示，2024年8月至12月伊朗燃料油月均产量约为205万吨（7200万升/日），比去年同期高出约450万升/日（12.8万吨/月）或7%。截止12月20日，伊朗燃料油发电消费量约为68万吨/月（2400万升/天）。后续若持续存在国内用电缺口，伊朗政府将计划提升燃料油发电消费量至113万吨/月（4000万升/天），国内需求提升将严重影响伊朗燃料油出口，后续二季度国内需求走弱但预期制裁升级，预计整体出口将减少45万吨/月。

综上所述，伊朗国内需求环比提升叠加出口制裁措施升级，我们认为后续伊朗及伊拉克出口减少在60-70万吨/月。2024年伊朗及伊拉克月均出口量在270万吨左右，上述出口减量约占出口总量的1/4。

中国税改落地提升高硫进料成本，抑制炼厂需求

2025年中国燃料油需求简述

目前中国燃料油税改主要涉及到关税及消费税两个税种：

1. 关税：12月28日国务院关税税则委员会下发关于2025年关税调整方案的公告，规定自2025年1月1日起，对部分商品的进口关税税率和税目进行调整。其中将燃料油进口名目进行修正，删除5-7号燃料油（税则号：27101922）和其他燃料油（税则号：27101929），新增燃料油（税则号：27101924）。同时将进口关税由1%提升至3%。这里主要涉及到一般贸易进口，而对保税燃料油无影响。根据初步估算对燃料油的进口成本每吨将增加80元左右。
2. 消费税：此前计划于10月施行的消费税改革已延期。目前市场预期将于2025年1月开始落地施行。若按占比85%计算，则增加地方炼厂等相关企业税费成本200元/吨左右。

通过上述计算可知，中国燃料油税费改革将增加燃料油使用成本，减少企业生产利润。2024年地方炼厂利润较同期水平已有明显下滑，开工水平处于历史最低水平。 1-8月我国累计进口量仍低于2023年同期水平，四季度受消费税改革预期，部分企业已提前进口燃料油。中国燃料油库存水平四季度明显累库。因此我们认为10-11月高进口量（环比三季度每月增加50万吨）已提前透支2025年部分需求。在提前抢购及燃料油税改落地情况下，2025年一季度中国进口量预计将环比回落50万吨/月。

目前累计至11月5-7号燃料油与其他燃料油进口总量为2688万吨，预计2024年全年将突破2850万吨。12月26日商务部已下发2025年燃料油非国营贸易进口允许量，数量为2000万吨，与2024年持平。在海关进口名目修正（制约部分石油产品以燃料油名义报关）与2025年燃料油非国营贸易进口允许总量制约下，预计2025年全年进口总量将同比回落。

	A	B	C	D	E	F
1						
2		2025年中国燃料油进口关税调整				
3		原有名目（删除）	税则号	关税		
4		5-7号燃料油	27101922	1%		
5		其他燃料油	27101929	6%		
6		新增名目	税则号	关税		
7		燃料油	27101924	3%		
8						
9						
10						
..						



印度炼厂检修及升级，H1高硫净进口先降后增

印度高硫燃料油简述

印度高硫燃料油格局

- 进口：2024年进口量为873.9万吨，月均进口量72.8万吨，其中主要目的地为Reliance（信实）下属的Jamnager炼厂，月进口量达70万吨。
- 出口：2024年出口量为168.5万吨，月均出口量为14万吨，其中出口的高硫燃料油主要来源于HPCL下属的Vishakhapatnam炼厂（106.9万吨，月均9万吨）及Mumbai（48.5万吨，月均4万吨）。

2025年印度高硫燃料油影响因素

检修：印度Reliance计划于 2025 年春季对Jamnager炼厂国内炼厂的CDU进行部分检修。预计检修时间在2025年3-4月期间进行，将持续约四个星期。信实集团在印度西海岸Jamnager经营着世界上最大的炼厂，共计产能为136万桶/天。其中专注于国内的炼厂(Domestic)产能为66万桶/天，而另一以出口为导向型炼厂（SEZ）产能为70万桶/天。

升级：HPCL下属的Vishakhapatnam炼厂目前正在进行渣油处理改建项目(Residue upgradation facility, RUF)。其中2024年3月炼厂产能已由16.6万桶/天提升至31万桶/天，预计将于2025年Q1末测试HCU装置（300万吨/年），目标将中间馏分油（柴油及航煤）收率由48%-50%提升至60%以上，相应地Vishakhapatnam炼厂将于2025年逐步停止生产燃料油。

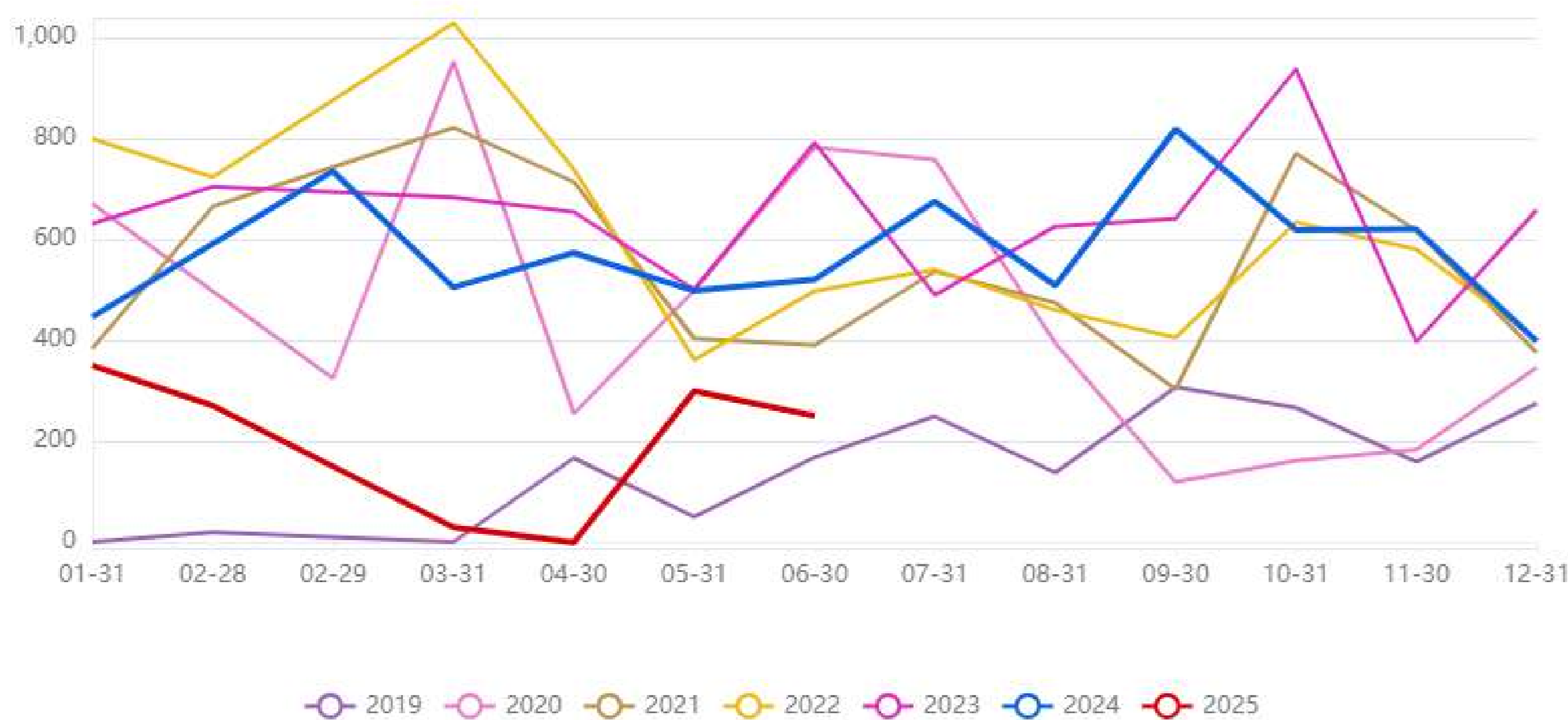
新炼厂投产：Barmer炼厂 产能 18万桶/天。位于印度拉贾斯坦邦，HPCL占股74%。

- 设计进料：3万桶/天的印度本地Mangala原油和15万桶/日的阿拉伯混合油。
- 建设进度：目前CDU装置及燃料型装置已基本完工，石化装置仍在建设预计将于2025年Q3完工。
- 产品：该炼厂将生产欧6标准汽油、柴油以及聚丙烯和聚乙烯等石化产品，其中燃料产品收率在75%，石化产品收率在25%左右。
- 运行：该炼厂CDU装置预计将于2025年Q2进行试运行。二次装置包括重整、异构化、HCU和Petro-Fluidized Catalytic Cracker(PFCC)，DCU（延迟焦化）等装置预计于2026年Q1逐步运行。

根据EA对Jamnager炼厂春检信息的预估，此次检修共涉及CDU产能37万桶/天及焦化产能21万桶/天。此前2023年11-12月该延迟焦化曾检修，据Kpler印度进口数据预估涉及燃料油进口减量在15万吨/月左右。预计此次2025年Jamnager炼厂春检使3-4月印度高硫燃料油进口减量在15万吨/月。同时Vishakhapatnam炼厂3月HCU装置投产将使印度高硫燃料油全年出口减量在100万吨，约9万吨/月。而Barmer炼厂的投产对燃料油影响主要体现在下半年度，同时具有极大的不确定性，暂不做预估。整体来看印度3-4月高硫燃料油进口将有减量，而二季度随着Jamnager炼厂检修完成，Vishakhapatnam炼厂升级，印度高硫燃料油进口回升出口逐步减少。

印度炼厂检修及升级，H1高硫净进口先降后增

高硫燃料油：印度到货总计 (kt) 2025-06-30



炼厂：Vishakhapatnam进料量 (kb/d)



美国燃料油需求增加，墨西哥炼厂升级出口减少，美洲高硫缺口放大

2025年美洲高硫燃料油简述

美洲市场高硫燃料油供需格局：美国作为主要的需求（进口）国，墨西哥为主要的供应（出口）国。

2025年美国燃料油进口增加：

- 2024年由于美国进口委内瑞拉重质原油增加，燃料油收率及产量均有所提高，进口需求减弱。目前美国政府针对委内瑞拉管制豁免时限延长至2025年4月。随着2025年1月20日美国新一届政府上台，对部分国家的制裁措施或将更为严格，对委内瑞拉制裁豁免预期将不会延长；
- 美国新政府或将对加拿大及墨西哥（重质）原油进口征收额外关税，在加收关税背景下加墨两国对美原油出口将同比下滑；
- 由于墨西哥新炼厂启动，墨西哥Maya重质原油国内需求抬升，出口将进一步减少。

基于上述预期我们认为2025年美国燃料油收率及产量均将同比下滑，而据EIA数据显示美国燃料油库存已持续处于五年同期最低水平，后续存在一定补库需求。预期2025年美国燃料油收率回落炼厂其他进料量回升，参考2023年同期水平，美国高硫燃料油进口量较2024年同比提高约35万吨/月。

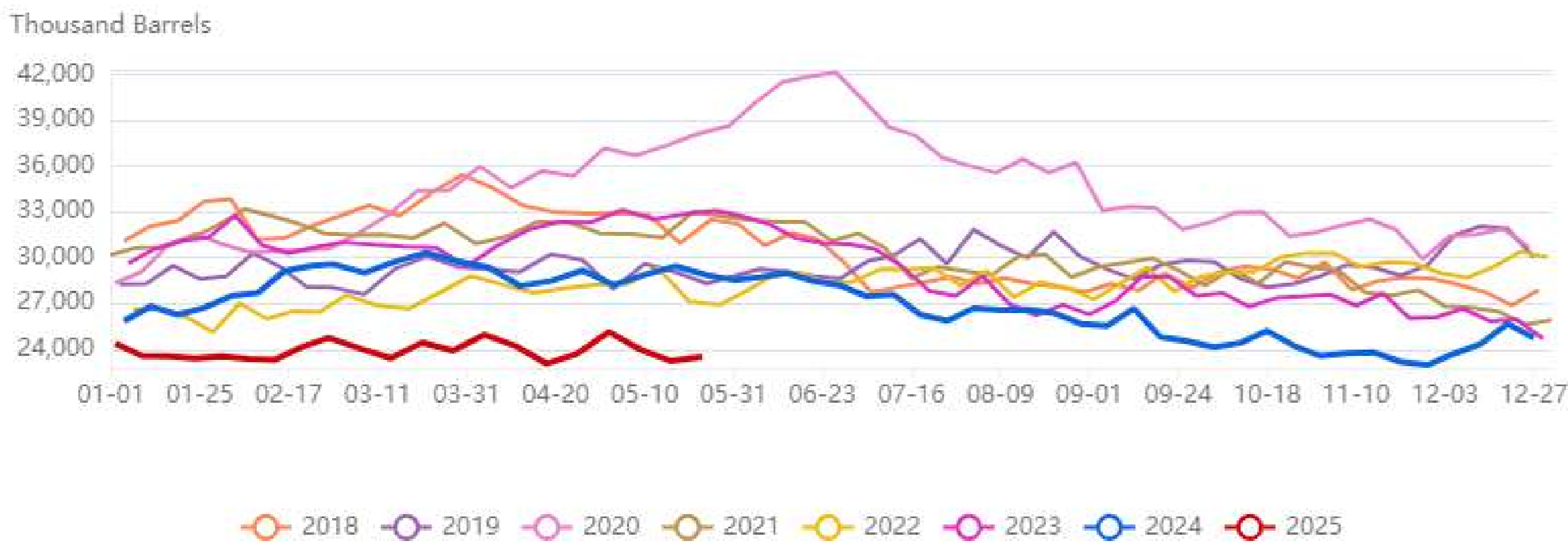
2025年墨西哥燃料油出口减少：

墨西哥Salina Cruz及Tula炼厂后续均有焦化装置投产计划，将减少燃料油收率，相应提高成品油（汽柴油）收率。2024年10月Tula炼厂焦化装置110kb/d开始运行，11月Tula炼厂燃料油收率已下滑历史最低水平20%，燃料油产量同环比均大幅减少。预计2025年一季度Tula炼厂焦化装置将稳定运行。同时Salina Cruz炼厂焦化装置预期将于2025年下半年投产运行。待Salina Cruz及Tula炼厂新焦化装置运行稳定，其炼厂燃料油收率预计将折半，影响燃料油产量34万吨/月。同时新投产Dos Bocas炼厂无燃料油生产设计产能，随着Dos Bocas炼厂进料量增加，墨西哥整体燃料油收率也将逐步下滑。预计墨西哥燃料油收率将下滑至20%-25%。

2025年美国燃料油需求提升，进口将同比增加。而墨西哥炼厂升级，燃料油产量及出口预计将明显下滑。需求增加供应减少，预期2025年美洲高硫燃料油供需缺口同比在70万吨/月（2024年墨西哥燃料油产量132万吨/月，美国高硫燃料油进口量在140-150万吨/月）。

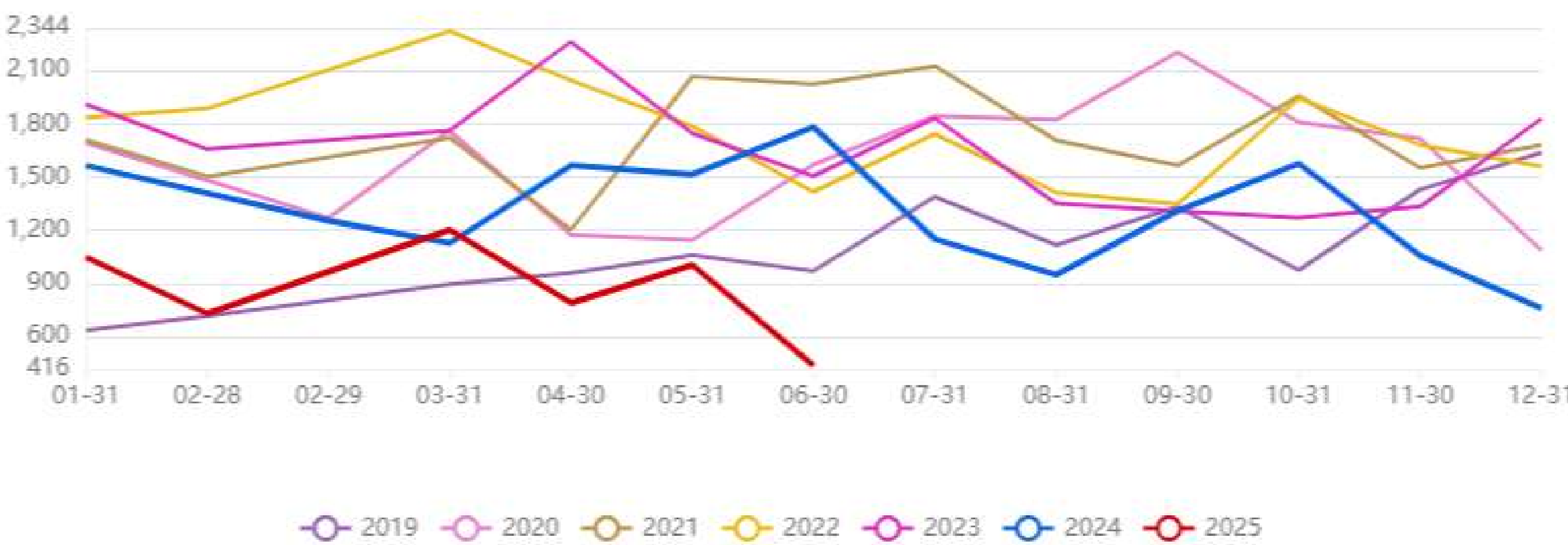
美国燃料油需求增加，墨西哥炼厂升级出口减少，美洲高硫缺口放大

燃料油：美国库存 2025-05-23



数据来源：美国能源信息署 更新频率：周度

高硫燃料油：美国到货总计 2025-06-30



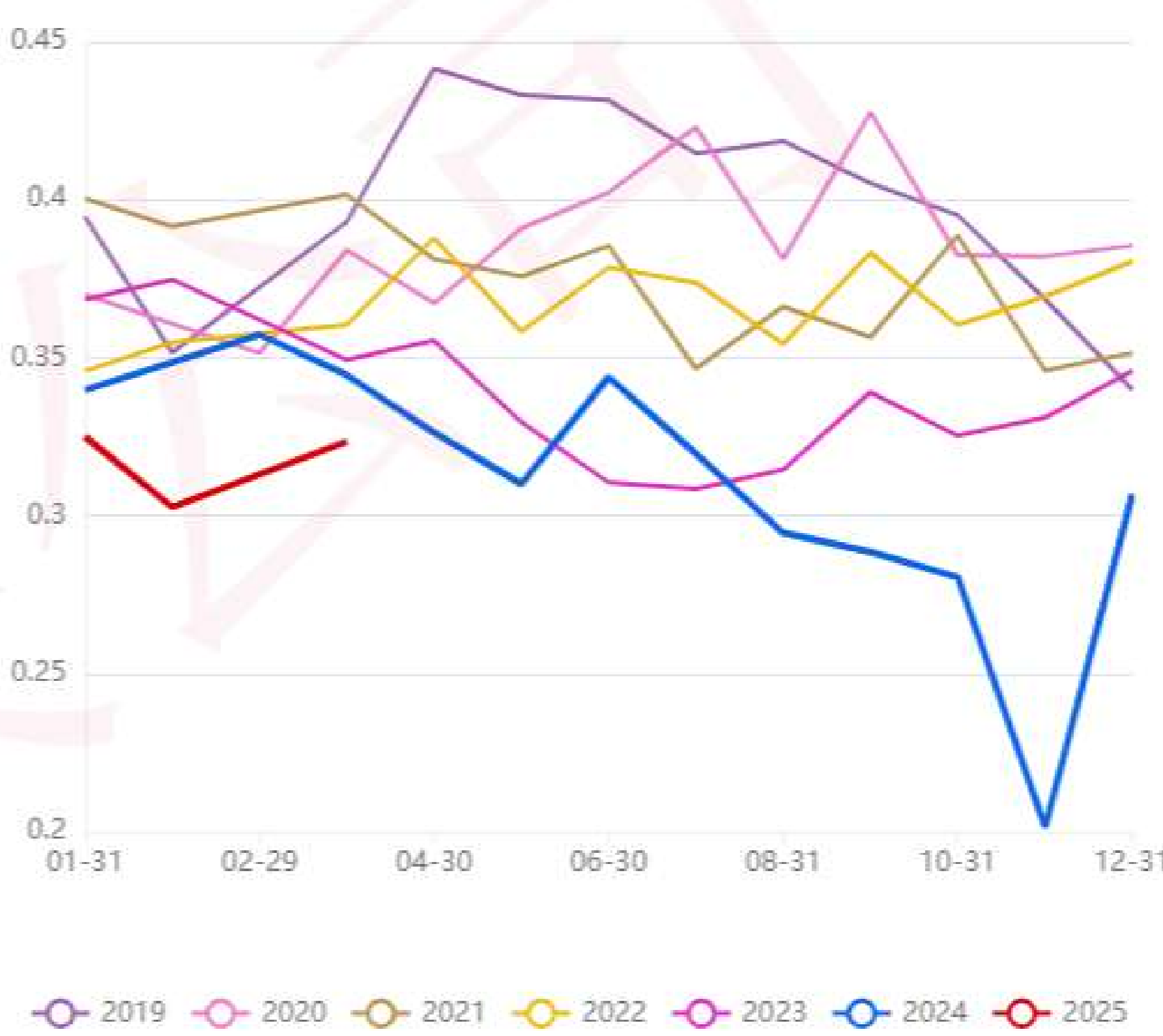
Tula炼厂简述

- 地理位置：位于墨西哥中部内陆
- 产能：CDU 315kb/d VDU 144kb/d Coking 41kb/d (2024年10月开始运行)
- 成品油2022年产量：汽油61kb/d，柴油21kb/d，燃料油66kb/d (约31万吨/月)
- 成品油2022年收率：汽油33%，柴油11%，燃料油36%

燃料油：Tula产量 2025-03-31



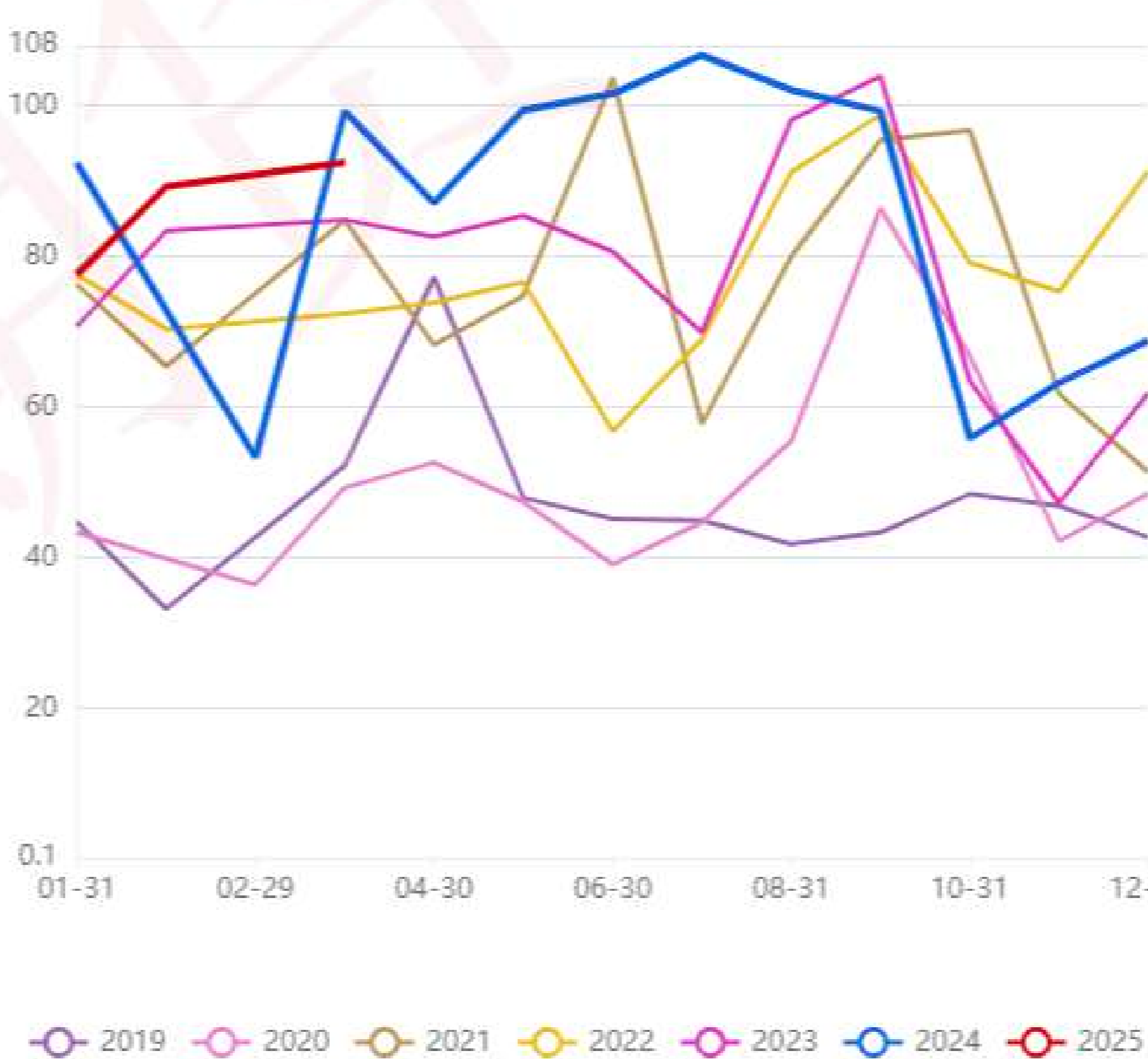
燃料油：Tula收率 2025-03-31



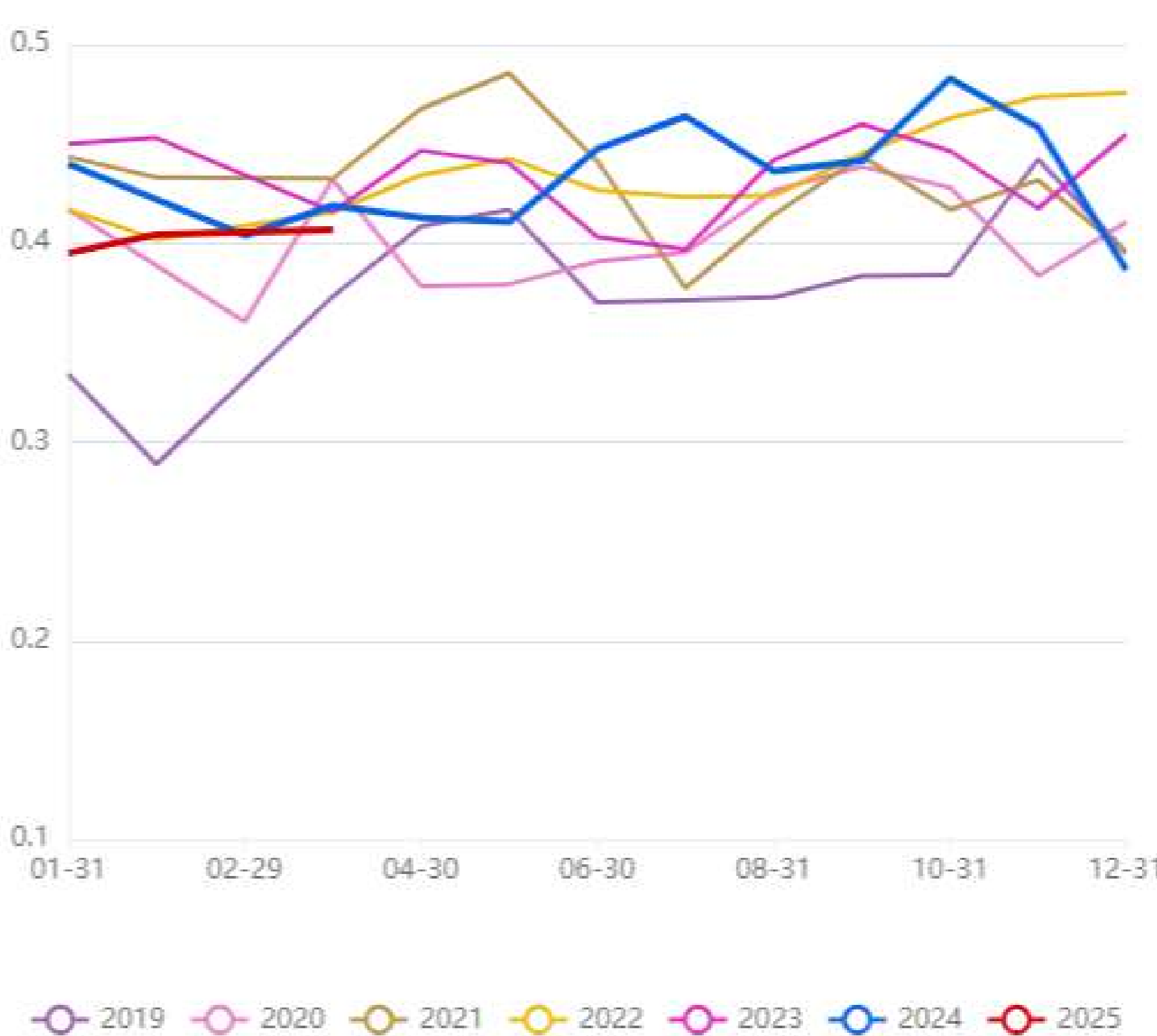
Salina Cruz炼厂简述

- 地理位置：位于墨西哥南部，毗邻港口
- 产能：CDU 330kb/d VDU 165kb/d Coking 未上线运行
- 成品油2022年产量：汽油56kb/d，柴油20kb/d，燃料油78kb/d (约37万吨/月)
- 成品油2022年收率：汽油31%，柴油11%，燃料油42%

燃料油：Salina Cruz产量 2025-03-31



燃料油：Salina Cruz收率 2025-03-31



欧洲炼厂退出燃料油产量下滑

2025年欧洲炼厂关停

- 壳牌（Shell）公司宣布，计划在2025年第一季度停止其德国Rheinland-Wesseling（south）炼厂的14万桶/日原油加工业务。
- 英力士（INEOS）集团宣布，其位于英国的Grangemouth炼厂将于2025年6月永久关闭。Grangemouth炼厂产能为14.5万桶/天。
- 英国石油公司（BP）已决定在2025年第三季度前永久关闭其位于德国Gelsenkirchen Scholven炼厂（14万桶/天）中7万桶/日的CDU。预计装置将于2025年8月关闭。

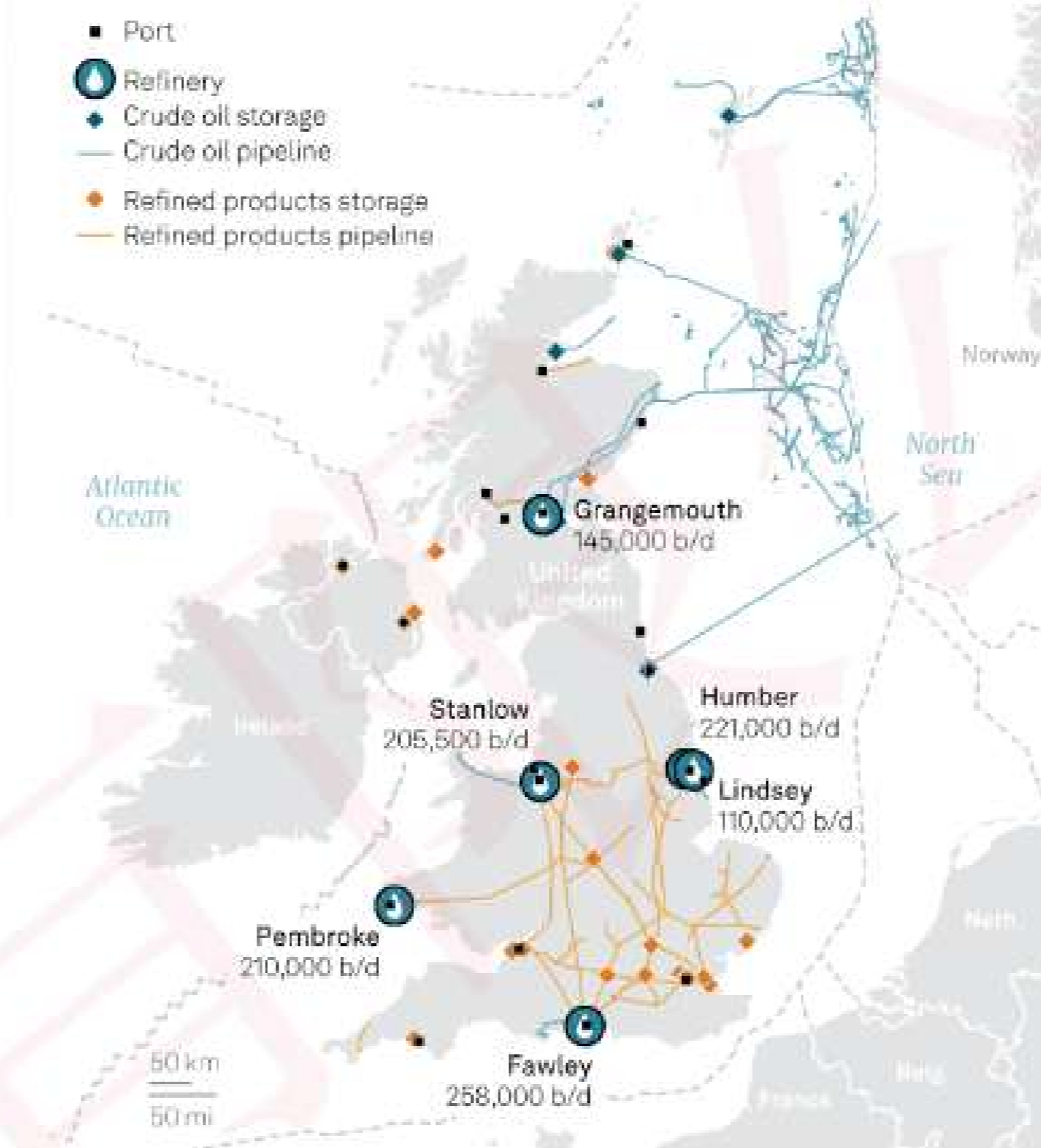
根据德国及英国燃料油收率计算可知，预计德国Rheinland-Wesseling炼厂关闭影响燃料油产量在4万吨/月，全年影响燃料油产量36万吨。英国Grangemouth炼厂关闭影响燃料油产量在4万吨/月，全年影响24万吨。德国Gelsenkirchen Scholven炼厂部分关停影响燃料油产量在2万吨/月，全年影响8万吨。按高低硫燃料油50%：50%计算，各自影响产量全年在34万吨，月均影响2.8万吨左右。

德国及英国炼厂分布

RAFFINERIEEN UND PIPELINES FÜR DEUTSCHLAND

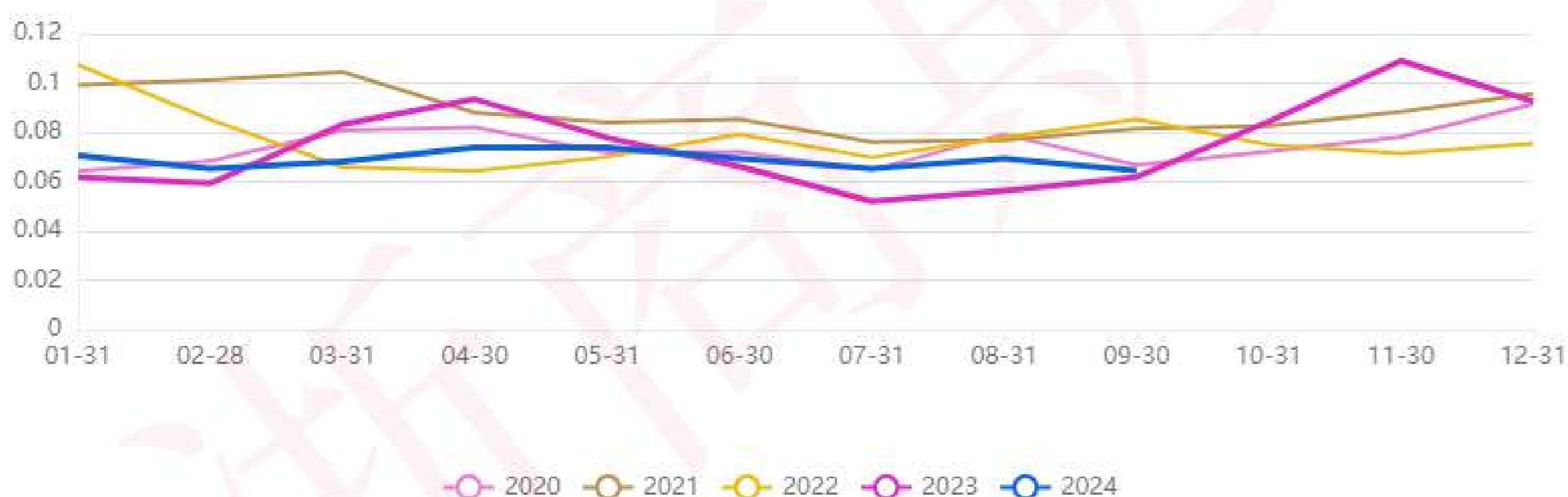


UK downstream oil infrastructure



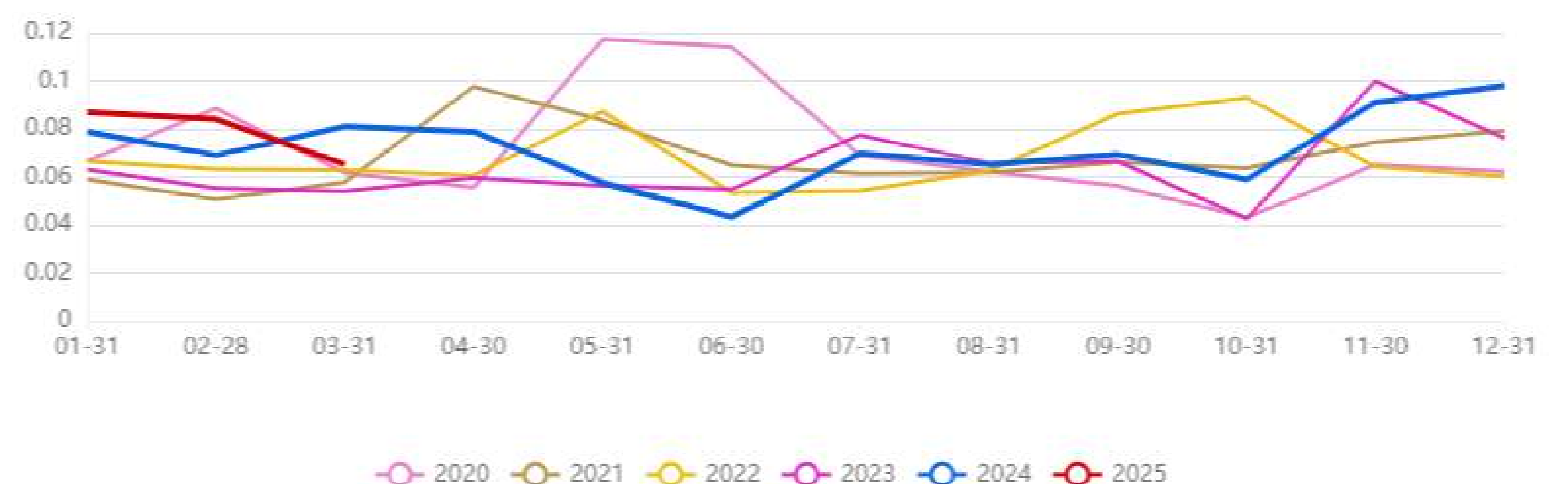
Data compiled January 10, 2023.
Source: S&P Global Commodity Insights midstream content (EDIN)

燃料油：德国收率 2024-09-30



更新频率：月度

燃料油：英国收率 2025-03-31



更新频率：月度

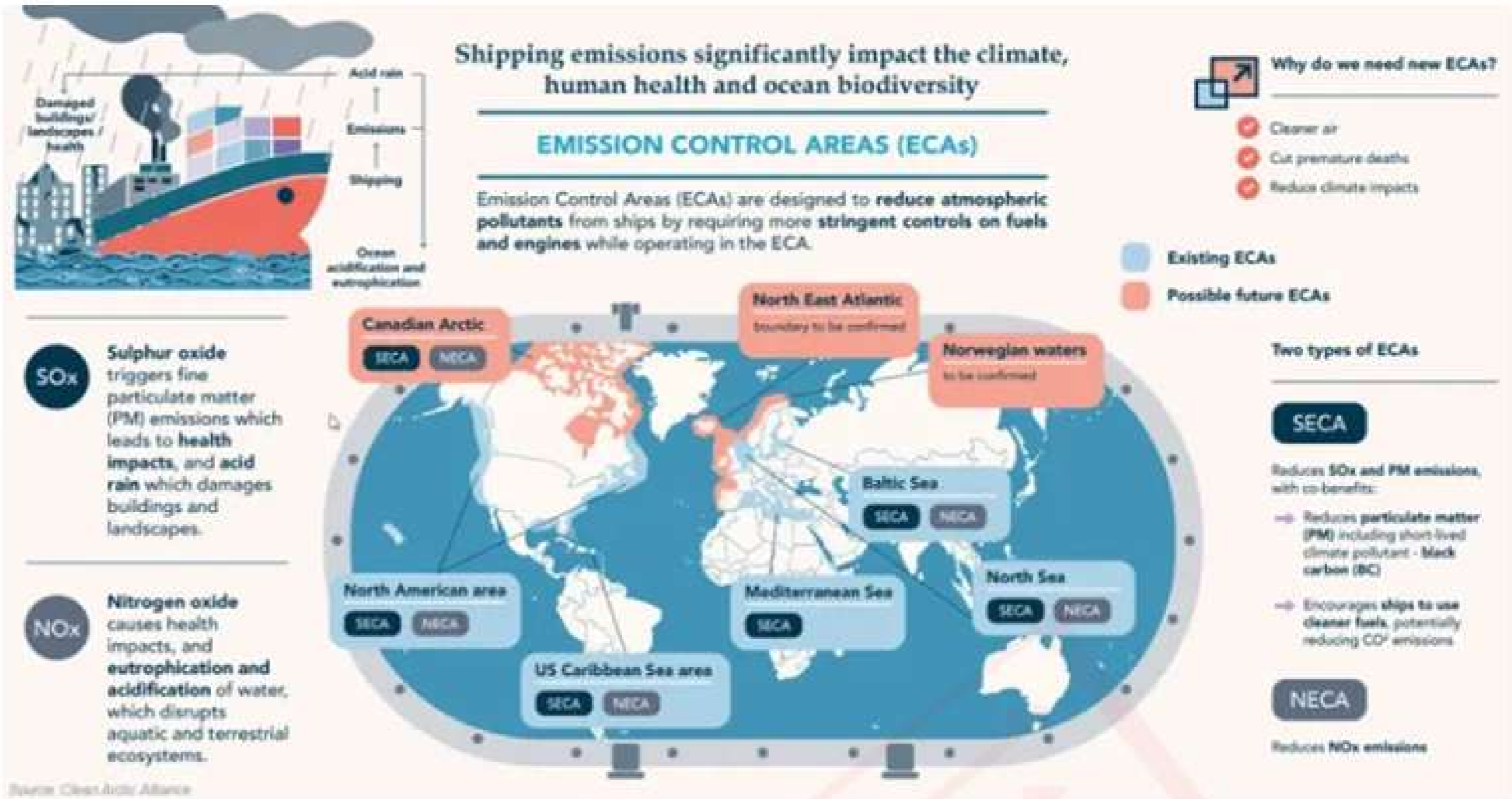
地中海ECA正式实行，低硫船燃需求减少

2025地中海ECA实行

2022年6月国际海事组织(IMO)海上环境保护委员会第78届会议(MEPC78)批准了指定地中海水域为SOx和PM(particulate matter)排放控制区(Emmission ControlArea, ECA)的MARPOL附则VI修正案草案。根据MARPOL的相关条款，从2025年5月1日起，在这个连接欧洲和非洲的水域内，船上使用的燃油中硫限值为0.1%**m/m**, 区域外限值则为0.50%**m/m**。

地中海水域将成为第五个排放控制区，而前四个排放控制区分别为:波罗的海国家、北海、北美地区(包括美国和加拿大沿海的指定区域)以及美国加勒比海地区(包括波多黎各和美属维尔京群岛周围)。

ECA区域图



地中海燃油需求变化

据2050 Marine Energy估计，2024年地中海的燃油销量将达到2200万吨，其中55%为VLSFO，26%为HSFO，17%为船用柴油。到ECA新政完全实行的2026年，VLSFO的份额将下降至21%，但船用柴油将上升至35%，HSFO上升至30%。

按2025年需求变化为总变化量的一半推算，可知2025年5月1日ECA新政后VLSFO需求减量约在350万吨，而相应地HSFO需求增量约在42万吨。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I
1									
2		2024年地中海加注总量：		2200万吨					
3		类型	ECA新政前	加注量	ECA新政后	加注量	变化量		
4		VLSFO	55%	1155	21%	441	-714		
5		HSFO	26%	546	30%	630	84		
6		MDO	17%	357	35%	735	378		
7		ULSFO	1%	21	9%	189	168		
8		其他	2%	42	5%	105	63		
9									
10									
11									
12									
13									
14									
15									
16									
17									
18									
19									
20									
21									
22									
23									
24									

一季度中国低硫确定性回升，后续关注检修情况

2025年主营炼厂检修影响

2025年国内主要主营炼厂变化对低硫产量影响：

- 1. 胜利石化全厂检修。2025年6-8月胜利石化全厂检修。中石化胜利石化是我国低硫燃料油产量第二大炼厂，按月影响产量在13万吨左右。
- 2. 金陵石化部分检修。2025年6-7月金陵石化250万吨常减压检修。中石化金陵石化年产能1800万吨，按月影响产量在0.8万吨左右。
- 3. 惠州炼化部分检修。2025年3-5月惠州炼化1000万吨常减压检修。中海油惠州炼化年产能2200万吨，按月影响产量在1.4万吨左右。
- 4. 大连石化关停。2025年中石油大连石化将全厂关停。大连石化2024年低硫燃料油产量在10万吨左右，同时下半年已逐步停止低硫燃料油生产。按月影响产量在1万吨左右。
- 5. 镇海炼化扩产。2024年12月中石化镇海炼化年产能提升1100万吨达到4000万吨级。镇海炼化按月低硫燃料油产量在3万吨左右，此次产能提升是否增产低硫燃料油尚有待观察。

2025年炼厂检修计划

炼厂名称	检修装置	检修产能	起始时间	结束时间	检修天数	检修损失量预估
北海炼化	全厂检修	640	2025年2月	2025年4月	59	111
九江石化	全厂检修	1000	2025年3月	2025年5月	56	165
齐鲁石化	3#常减压等	400	2025年3月	2025年5月	54	64
高桥石化	全厂检修	1300	2025年3月	2025年5月	61	233
济南炼化	全厂检修	800	2025年4月	2025年6月	65	153
天津石化	3#常减压等	1000	2025年4月	2025年6月	59	174
湖南石化	全厂检修	1150	2025年4月	2025年6月	61	206
燕山石化	全厂检修	1350	2025年5月	2025年7月	60	238
胜利石化	全厂检修	300	2025年6月	2025年8月	61	54
金陵石化	2#常减压等	250	2025年6月	2025年7月	40	29
镇海炼化	4#常减压等	1000	2025年9月	2025年11月	69	203
上海石化	2#常减压等	600	2025年10月	2025年12月	64	113
广州石化	3#常减压等	800	2025年10月	2026年1月	87	205
广西石化	全厂检修	1000	2024年12月	2025/1月中旬	36	106
锦西石化	全厂检修	650	2025年4月	2025年5月	45	86
格尔木炼厂	全厂检修	150	2025年6月	2025年7月	45	20
玉门石化	全厂检修	250	2025年6月	2025年7月	49	36
抚顺石化	全厂检修	1100	2025年8月	2025年10月	49	159
云南石化	全厂检修	1300	2025年10月	2025年12月	49	187
大连石化	常减压停工	1050	2025/1月	待搬迁	365	1050
	全厂停工	1000	2025/6月	待搬迁	214	629
惠州炼化二期	常减压	1000	2025年3月	2025年5月	63	185
中海沥青（营口）	全厂检修	100	2025/9月	2025/10月	60	18
中海沥青四川	全厂检修	60	2024/7月	待定	365	60
垦利石化	全厂检修	300	待定	待定	40	35
华联石化	全厂检修	400	待定	待定	45	53
海科瑞林	全厂检修	230	待定	待定	35	24
万通石化	全厂检修	650	待定	待定	30	57
中海外能源	全厂检修	260	待定	待定	45	34
正和石化	全厂检修	500	2024/5/11	待定	365	500
昌邑石化	全厂检修	600	2024/6/25	待定	365	600
华星石化	全厂检修	600	2024/10/24	待定	365	600
延安炼化	全厂检修	560	待定	待定	/	/
总计		22350	—	—	—	6464

2025年中国低硫燃料油产量分析

目前已下发2025年首批燃料油出口配额共计800万吨，与2024年首批数量持平。2025年一季度出口配额暂无限制，国产低硫燃料油产量将大幅攀升，预计较2024年四季度月均65万吨环比增加60万吨/月。同时由于一季度受假期因素影响为传统船燃需求淡季，国内需求环比走弱10万吨/月。预计2025年一季度中国低硫燃料油市场将处于供需宽松格局。

整体来说，一季度中国低硫燃料油产量确定性回升。这也基本成为了市场的一致预期，在此市场预期下12月低硫燃料油维持弱势运行。全年低硫燃料油的产量仍极大地依赖于出口配额的下放总量，2023年四季度及2024年四季度，国内均出现了受出口配额限制低硫燃料油被动减产的情况。预计2025年市场仍会对这一现象进行提前交易。而在检修方面值得关注的是2025年6-8月中石化下属的胜利石化全厂检修。中石化胜利石化是我国低硫燃料油产量第二大炼厂，按月影响产量在13万吨左右，约占全国总产量的10%以上，因此为期两个月的检修将不可避免地使低硫燃料油产量下滑。这将是阶段性做多中国低硫燃料油LU的主要逻辑。

Dangote炼厂投产尾声，尼日利亚出口同比减量

2025年尼日利亚产量分析

2024年Dangote炼厂共计出口低硫直馏燃料油LSSR217万吨，其中主要集中在4-8月，月均出口量在40万吨左右。Dangote炼厂9月RFCC装置投产，开始生产汽油。11月Dangote炼厂出口汽油44kb/d，12月出口汽油32kb/d，连续出口汽油这标志着Dangote炼厂已能够稳定生产汽油。其自10月26日出口9万吨LSSR后，暂无低硫燃料油出口。我们认为2025年Dangote炼厂低硫燃料油出口将同比大幅减少，其中二三季度同比减量在40万吨/月。

2024年下半年尼日利亚Port Harcourt炼厂（11月底）、Warri炼厂（12月末）逐步重启。Port Harcourt炼厂目前启动产能为6万桶/天，运行负荷在60%左右，后续将在2025年中启动重整装置6kb/d。预计该炼厂将于2025年年中CDU达到满负荷运行配套燃料油产量为11万吨/月（24kb/d）。其燃料油产品含硫量为0.26%，属于低硫燃料油LSSR。Warri炼厂的产能设计为12.5万桶/天。目前它以60%约7.5万桶/天的负荷运行，生产的产品主要为柴油及石脑油。

综合来看，2025年由于Dangote炼厂二次装置投产带来的低硫燃料油减量在200万吨左右，而Port Harcourt炼厂启动带来的低硫燃料油增量在60万吨左右，整体仍有140万吨的减量。按时间来看，二季度同比减量较大，按月同比减量40万吨。而下半年随着Port Harcourt产能提升，尼日利亚低硫燃料油产量增加。

巴西原油增产带动低硫产量增加

2025年巴西原油产量增加

2024年巴西原油产量下滑：

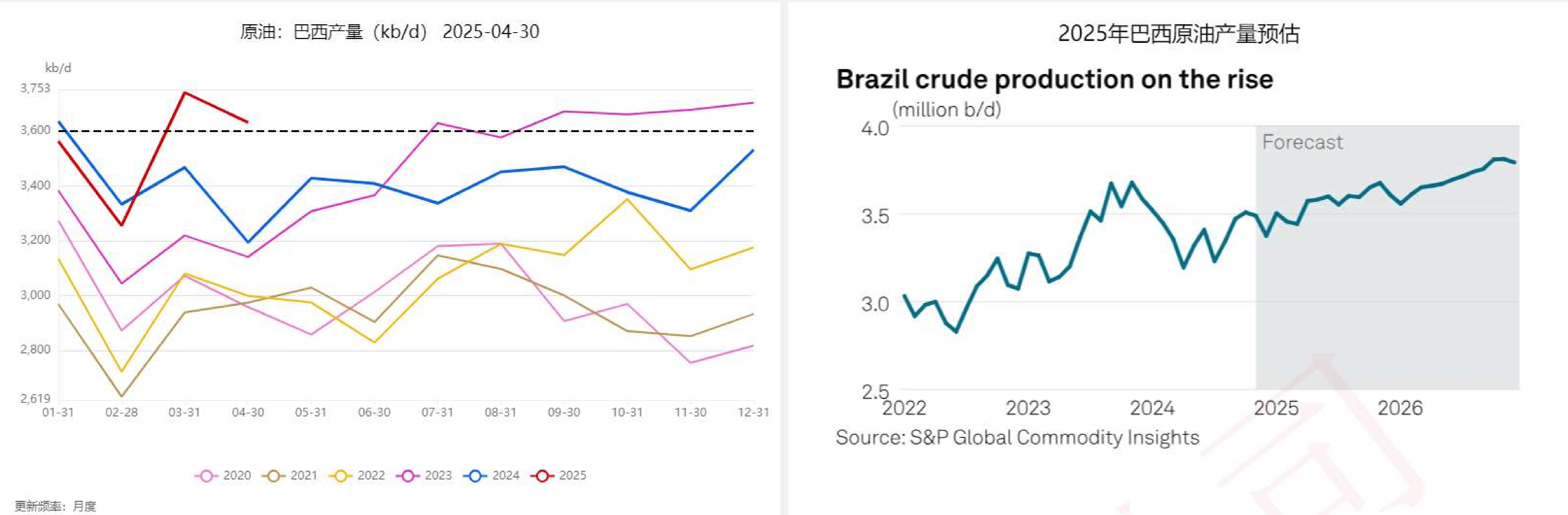
2024年巴西原油产量同比下滑主要受到陆上气候条件恶劣和海上维护项目繁重的影响。此外巴西石油公司还面临与国家石油局（ANP）和巴西环境与可再生资源研究所（IBAMA）劳资冲突相关的开发延误。目前劳资问题已于8月得到解决。

2025年新FPSO投产原油产量增加：

巴西国家石油公司预计在2025年安装三艘新的浮式生产储油卸油船（FPSO）。FPSO Almirante Tamandare将于Q1从Buzios油田泵出第一批原油，随后FPSO P-78将从Buzios油田产出第一批原油。此外巴西国家石油公司还计划在Mero油田安装FPSO Alexandre de Gusmao。

根据S&P Global Commodity Insights预计，到2025年底，巴西原油产量将增至360万桶/天，到2026年底将增至380万桶/天。2024年巴西原油产量在339万桶/天，2025年预期增加20万桶/天。按巴西燃料油收率15%计算，巴西带来的燃料油增量在3万桶/天即14万吨/月。若全年线性计算则增量约在7万吨/月。

巴西原油增产带动低硫产量增加



2025年航运船燃高硫保持强劲增长，低硫需求同比下滑

2025年航运船燃需求分析

2025年全球经济谨慎乐观： 各大国际组织就2025年全球经济增长给出了谨慎乐观的判断，普遍预测全球经济增长将在2.7%—3.3%的区间。

- 经济合作与发展组织（OECD）预计2025年全球经济增长3.3%，比2024年的3.2%高出0.1个百分点。
- 国际货币基金组织（IMF）预测2025年全球经济增速为3.2%，与2024年持平。
- 联合国贸易和发展会议（UNCTAD）预计2024年和2025年全球经济增长率仅为2.7%，低于2001年至2019年期间3%的年均增长率。

2025年全球贸易基本面良好，仍有不确定性：

根据WTO预测的2024年全球货物贸易量增长2.6%。2025年全球贸易基本面仍相对乐观，1欧美制造业库存仍处于后疫情时代的补库周期。美国10月制造业库存（季调）当月同比仅为0.07%，预计Q4将降至负增长以下。已基本处于库存周期底部；2. 中国PPI同比位置仍低；3. WTO对2025年全球货物贸易增速的预期仍较为积极。其对2025年全球货物贸易量预测增长为3%。

2025年全球贸易的不确定性：美国新政府的加税幅度与节奏。

2024年上海港集装箱吞吐量突破5000万标准箱TEU，预计增速为 2%。新加坡港集装箱吞吐量也已突破4000TEU，预计增速为2.5%。2024年新加坡港分别于7月、10和12月新增3个船舶停靠泊位。这将提高港口的处理能力并减少船舶滞港时间。我们注意到在7月和10月新增泊位时，集装箱吞吐量的增长速度更快。预计2025年新加坡集装箱吞吐量有望再创新高。

预计2024年全球主要地区船燃消费量同比将达到3.5%的增速，同比增量为500万吨左右，其中增长基本集中在高硫燃料油方面，低硫燃料油需求基本持平。我们认为2025年船燃消费仍将受到集装箱贸易量增长的支撑，保持同比增长，增量在500万吨左右。其中高硫燃料油按月增量在40万吨左右，低硫燃料油消费量基本持平。同时考虑到地中海ECA实行带来的燃料替代，综合来看年度高硫燃料油需求增量有望达到550万吨，低硫燃料油消费量则同比下滑300-350万吨。

[illegible]

千标准箱

日期	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
01-31	2,950	2,900	2,950	3,150	3,100	3,150	3,300	3,500
02-28	2,850	2,750	2,800	2,900	2,850	2,850	3,150	3,350
03-31	3,050	3,150	3,300	3,200	3,100	3,300	3,450	3,700
04-30	2,950	2,900	3,000	3,100	3,050	3,200	3,350	3,600
05-31	3,100	3,050	3,150	3,200	3,150	3,350	3,500	
06-30	3,000	2,950	3,050	3,100	3,050	3,250	3,350	
07-31	3,150	3,100	3,200	3,250	3,200	3,400	3,550	
08-31	3,200	3,150	3,250	3,300	3,250	3,450	3,550	
09-30	3,050	3,000	3,100	3,150	3,100	3,300	3,300	
10-31	3,150	3,100	3,200	3,250	3,200	3,400	3,500	
11-30	3,050	3,000	3,100	3,150	3,100	3,300	3,350	
12-31	3,150	3,100	3,200	3,250	3,200	3,400	3,550	

○ 2018 ○ 2019 ○ 2020 ○ 2021 ○ 2022 ○ 2023 ○ 2024 ○ 2025

数据来源：新加坡海事及港务管理局 更新频率：月度

总结与展望

2025年高硫燃料油总结与展望

2025年高硫燃料油供应端的边际变化主要来源于：

- 1. 伊朗及伊拉克出口减少。伊朗国内需求环比提升叠加出口制裁措施升级，2025年伊朗及伊拉克出口减少在720万吨。
- 2. 俄罗斯产量回升。俄罗斯意外检修同比大幅减少，炼厂升级延后。2025年产量预期恢复至2023年同期水平，同比2024年增加350万吨。
- 3. 印度出口减少。预计2025年Jamnager炼厂春检使印度高硫燃料油进口减量在30万吨。同时Vishakhapatnam炼厂3月HCU装置投产将使印度高硫燃料油全年出口减量在100万吨，整体出口减量在70万吨。
- 4. 欧洲炼厂关闭，减少部分高硫燃料油产能。2025年德国Rheinland-Wesseling炼厂、英国Grangemouth炼厂关闭及德国Gelsenkirchen Scholven炼厂部分关停影响高硫燃料油产能预计34万吨左右。

受到部分国家制裁严格，印度炼厂升级及欧洲炼厂关停等因素影响，整体2025年高硫燃料油供应端边际减量在470万吨左右。

2025年高硫燃料油需求端的边际变化主要来源于：

- 1. 中国进料需求同比下滑。我们认为2024年四季度已提前透支2025年部分需求。在提前抢购及燃料油关税及消费税改革落地情况下，2025年中国进料需求预计将同比减少600万吨。
- 2. 美洲地区供需缺口放大。2025年美国燃料油需求提升，进口将同比增加。而墨西哥炼厂升级，燃料油产量及出口预计将明显下滑。需求增加供应减少，预期2025年美洲高硫燃料油供需缺口在70万吨/月，全年在800万吨左右
- 3. ECA升级后航运高硫燃料油船燃需求增加。2025年5月1日地中海区域升级为ECA受限制排放区域。预计高硫燃料油HSFO消费比例将由26%上涨至30%，带来需求增量在42万吨左右。
- 4. 埃及需求同比走弱。2025年埃及的第二艘浮式储存再气化装置(FSRU)预计从6月开始运营，以及埃及和以色列之间的天然气管道预计于5月完工。预计埃及天然气的供应会同比增加，从而减少燃料油发电需求。预计2025年埃及燃料油需求同比减少250-300万吨。

2025年中国进料需求及埃及燃油发电需求预期走弱。同时美洲需求缺口放大，欧洲地中海区域船燃需求走强。两相比较，整体2025年高硫燃料油需求端边际基本持平。

2025年区域强弱来看（由强到弱）：美国>欧洲>新加坡>中国。

通过上述推演，我们发现2025年高硫供应端将有470万吨的减量。减量主要来源于部分国家制裁升级，导致中东地区供应减少。同时在需求端中美需求有增有减，边际变化基本持平。整体2025年高硫燃料油供需基本面将边际收紧。我们也应该看到2025年高硫燃料油市场供需基本面的影响因素极多，供需博弈将更佳剧烈，对于不同影响因素，市场也有多方面预期，同时也存在诸多不确定因素导致的预期差。因此我们认为2025年高硫燃料油的价格价差波动性将有所放大。

总结与展望

2025年低硫燃料油总结与展望

2025年低硫燃料油供需的边际变化主要来源于：

1. Dangote炼厂投产基本完成，低硫燃料油出口同比大幅减少。2025年由于Dangote炼厂二次装置投产带来的低硫燃料油减量在200万吨左右，而Port Harcourt炼厂启动带来的低硫燃料油增量在60万吨左右，整体仍有140万吨的减量。按时间来看，二季度同比减量较大，而下半年随着Port Harcourt产能提升，尼日利亚低硫燃料油产量增加。
2. 欧洲炼厂关闭，减少部分低硫燃料油产能。2025年德国Rheinland-Wesseling炼厂、英国Grangemouth炼厂关闭及德国Gelsenkirchen Scholven炼厂部分关停影响低硫燃料油产能预计34万吨左右。
3. 巴西低硫原油增产，低硫燃料油产量相应提高。2025年巴西原油预期增量为20万桶/天，对应带来的低硫燃料油增量在7万吨/月，全年共计84万吨。
4. ECA升级后航运低硫燃料油船燃需求下滑。2025年5月1日地中海区域升级为ECA受限制排放区域。预计低硫燃料油VLSFO消费比例将由55%下滑至21%，带来需求减量在300-350万吨左右。

2025年科威特Al Zour炼厂完全投产，产量边际变化较小。中国低硫燃料油总量仍依赖于出口配额的数量。2025年低硫燃料油供需的边际变化主要集中在Dangote炼厂投产基本完成、欧洲炼厂关闭、巴西低硫原油增产以及ECA升级后航运低硫燃料油船燃需求下滑四个方面。根据上述推算可知，整体2025年低硫燃料油供需边际变化在220万吨左右，供需边际宽松。

2025年低硫燃料油供需阶段性行情主要来源于：

1. 科威特国内需求季节性变化引起出口改变。二三季度科威特国内燃油需求增加，出口相应减少。根据我们的推算，科威特旺季与淡季燃油需求的变化量在30万吨/月。预计5-9月科威特出口将逐步边际收紧。
2. 中国主营炼厂的计划检修。2025年6-8月中石化下属的胜利石化全厂检修。中石化胜利石化是我国低硫燃料油产量第二大炼厂，按月影响产量在13万吨左右，约占全国总产量的10%以上，因此为期两个月的检修将不可避免地使中国低硫燃料油产量下滑。

虽然全年角度来看，低硫燃料油供需基本面仍处于边际宽松的格局，整体价格仍处于弱势。但也存在阶段性做多的机会。我们认为在二三季度时受到科威特出口减量以及中国胜利石化炼厂检修影响，低硫燃料油供需基本面将边际收紧，价格价差将相对强势。

免责声明

免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、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，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。