

需求回暖支撑价格，关注多 LU 空 FU 策略

——低硫燃料油上市首日策略报告

2020-06-22

◎投资要点：

能化策略组

研究员：

李婉莹

从业资格证号：F3032043

投资咨询证号：Z0014314

电话：021-68757827

邮箱：liwy@qh168.com.cn

联系人：

赵飞

从业资格证号：F3048506

电话：021-68757827

邮箱：zhaof@qh168.com.cn

相关研究报告

◆供应端，国内产量增多。IMO2020 政策推出后，我国加大低硫燃料油生产发展，且伴随国内全面复工复产，炼厂生产积极性提高。1-4 月，中国保税船供油量同比增加 30%；舟山保税船供油量同比上涨 12.39%；预计三季度中国炼厂低硫燃料油供应量将跟随市场需求继续放大。

◆进口数量回升。4 月我国燃料油进口量为 109.7 万吨，环比增加 14.14 万吨或 14.8%，较一季度疫情高峰期已有明显好转，进口数量逐步回升。

◆需求恢复速度加快。随着国内疫情得到控制，加上基建投入力度持续加大及调控政策的刺激，市场上租船热情较高，近期波罗的海干散货运价指数（BDI）近期快速修复，沿海散货运输需求回暖。

◆结论：原油逐步脱离低位，带动燃料油整体价格重心上移。基本上，伴随疫情相对好转，海运需求逐步恢复，预计短期跟随油价偏强运行；中长期需要关注高库存对上行空间的压制与“二次疫情”的潜在影响。

◆操作建议：单边建议轻仓短多 LU2101；套利方面建议关注多 LU2101 空 FU2101 策略，具体时点另行提示。考虑到当前期货挂牌价贴水较大，因此卖出保值暂不适合入场。

◆风险因素：国际油价变动；疫情发展超预期

正文目录

1. 低硫燃料油上市公告	3
2. 基本面分析与展望	3
2.1. 供应：国内产量增多，进口回升	3
2.2. 需求：恢复速度加快	5
2.3. 总结与展望	6
3. 近期投资策略	7
3.1. 关注高低硫价差套利机会	7
3.2. 卖保成本测算	8

图表目录

图 1 我国燃料油产量跟踪：万吨	4
图 2 我国燃料油进口：万吨	4
图 3 舟山地区保税船燃消费量；万吨	6
图 4 全球 BDI 指数	6
图 5 新加坡燃料油高低硫价差：美元/吨	7
图 6 鹿特丹燃料油高低硫价差：美元/桶	7
表 1 低硫燃料油卖保成本估算表	8

1.低硫燃料油上市公告

根据上海国际能源交易中心公告，低硫燃料油期货自 2020 年 6 月 22 日（周一）起上市交易。首批上市交易合约为 LU2101、LU2102、LU2103、LU2104、LU2105、LU2106。挂牌基准价为 2368 元/吨。交易保证金为合约价值的 15%；涨跌停板幅度为±13%，首日涨跌停板幅度为其 2 倍。交易所批准中化兴中石油转运（舟山）有限公司、洋山申港国际石油储运有限公司、浙江海洋石油仓储有限公司、大鼎油储有限公司等 4 家单位成为低硫燃料油期货指定交割仓库。

2.基本面分析与展望

2.1.供应：国内产量增多，进口回升

近年来我国燃料油市场发展稳中有增，地炼在倾向于深加工原油后，进口燃料油受到排挤，但国际航运业正在走向复苏，加之自贸区政策不断开放，保税油市场交易活跃。我国港口货物吞吐量、集装箱吞吐量均常年位居世界第一，近几年，随着我国保税燃料油政策不断开放，各项创新举措和制度保障助力行业蓬勃发展，保税船用油供应量快速增长，达到 1200 万吨/年水平。目前我国港口吞吐量约为新加坡的 7 倍，而保税船用油加注量仅为新加坡的 1/4，有着巨大的发展潜力。近年来，浙江自贸区以舟山为主要港口打造“东北亚保税船用燃料油供应中心”，同时燃料油出口退税政策的推出让我国保税船燃市场由“完全依赖于进口”向“自主生产并向市场供应”转变，在释放国内炼厂燃料油产能的同时，我国保税船燃市场规模有望进一步增长。为积极推动全球航运绿色发展，应对 2020 年 IMO 全球限硫令给出“中国方案”，我国主要石油企业均推出了针对低硫燃料油的生产计划及应对方式。包括，2019 年中石化宣布 2020 年低硫重质清洁船用燃料油产能将达到 1000 万吨，2023 年将超过 1500 万吨，已分别在环渤海地区、长三角地区和华南地区的 10 家炼厂进行了布局。中石油宣布计划生产供应低硫燃料油 400 万吨/年。截止 2020 年 5 月，中石化、中石油、中海油、中化集团旗下炼厂及部分民营炼厂已成功生产符合国家标准的低硫重质船用燃料油。

2020 年 3-4 月份受到疫情以及油价大跌的影响，在国内复工复产后炼厂开工率大幅攀升。5 月份 45 家山东地炼常减压装置平均开工率为 73.51%，同比大涨 16.92%，我们预计开工率将继续维持高位运行状态。2019 年中国炼厂开启试生产低硫船用燃料油模式，全年

生产量 66 万吨水平。随着 2020 年 2 月 1 日，中国燃料油出口退税政策正式实施，国内炼厂陆续开启规模化生产，目前共计 22 家炼厂完成了低硫重质船燃的生产。3 月生产量实现 60 万吨以上。4-5 月份保持稳定生产。另外，2020 年 3-4 月份受到疫情以及油价大跌的影响，在国内复工复产后炼厂开工率大幅攀升。5 月份 45 家山东地炼常减压装置平均开工率为 73.51%，同比大涨 16.92%，我们预计开工率将继续维持高位运行状态。2020 年 4 月份，中国保税船用油供应量约 154 万吨水平，环比增加 19%；新加坡地区 4 月船供油量总计 411.37 万吨，环比跌 4.83%，同比增加 10.82%。在低硫资源供应方面，新加坡 4 月份低硫燃料油供应占比约 83% 水平，较 3 月占比持平，高低硫供油占比趋于平稳态势。据隆众资讯统计，1-4 月，中国保税船供油量在 480 万吨左右，同比增加 30%；舟山保税船供油量达 135.2 万吨，同比上涨 12.39%，占国内港口保税油供应量约 28% 水平，保持国内保税燃料油第一大供应地区；其中舟山港内及外锚地供油达 80 万吨，占 59%。1-4 月，新加坡船供油量 1683 万吨，同比增加 6.64%。进口方面，马来西亚、韩国、新加坡、俄罗斯是中国燃料油近期进口的主要来源国和地区，4 月我国燃料油进口量为 109.7 万吨，环比增加 14.14 万吨或 14.8%。

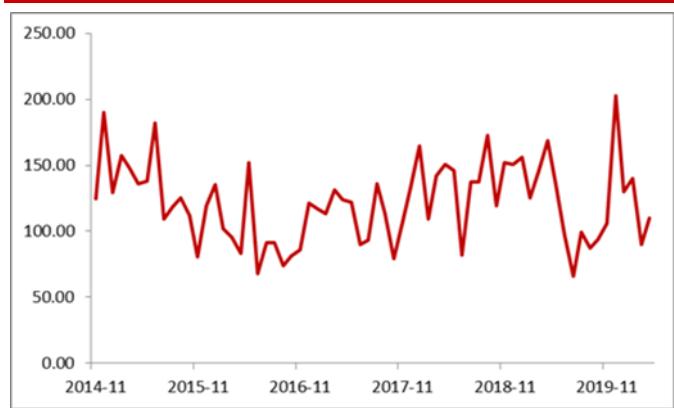
因此，我们认为，国内全面复工复产后，炼厂生产积极性恢复。未来伴随着出口政策打通，中国民营炼化与国营炼厂均布局生产低硫燃料油，三季度中国炼厂低硫燃料油供应量将跟随市场需求继续放大，假设未来取消配额限制要求，保守估计 2020 年中国自产低硫燃料油资源将至少满足中国 70% 左右的需求；另外进口方面，在政策带动下，全球各地炼厂转产低硫燃料油，新加坡低硫销量快速攀升，进口回升叠加产量增长预期，中长期而言低硫燃料油供应相对充足。

图 1 我国燃料油产量跟踪：万吨



资料来源：卓创；东海期货研究所整理

图 2 我国燃料油进口：万吨



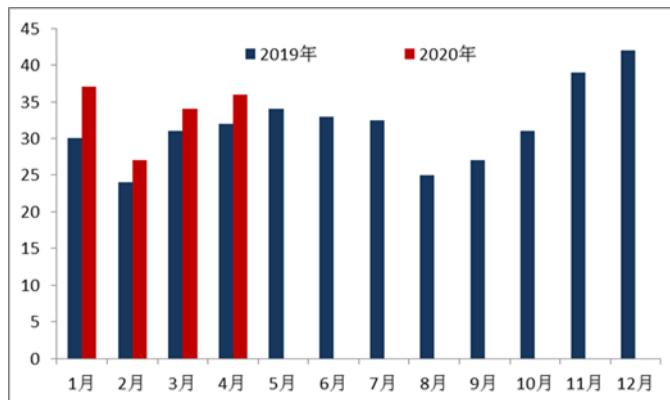
资料来源：卓创；东海期货研究所整理

2.2. 需求：恢复速度加快

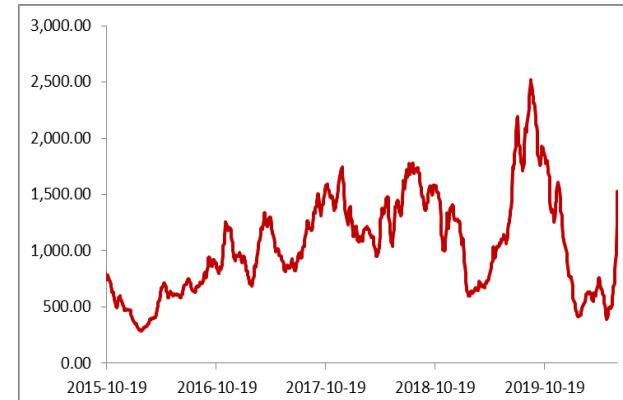
燃料油是目前我国石油及石油产品中市场化程度较高的一个品种。由于低硫燃料油市场整体上属于燃料油市场的一个子市场，因此两个相关市场的供需因素的密不可分。全球贸易环境地状况将直接影响船舶运输市场和船舶燃料市场的需求，从而间接影响低硫燃料油的需求。

不管是进口或国内生产的低硫船燃，或通过自贸区混兑方式，低硫船燃都必须通过具有保税船加油资质的企业去进行船加油业务，目前我国获得保税船加油资质企业共 14 家，其中 9 家是舟山市政府批复的本地船加油企业，只能在自贸区范围内进行加油业务。2020 年开展保税船加油业务的企业共计 12 家。消费地上看，长三角地区是主要的消费地区，其中舟山、上海是国内前两大保税船燃供应港，2019 年舟山地区保税船燃直供量占国内供油水平近 40%。舟山作为国内主要的保税供油地区，仍保持强劲发展势头。从现货市场来看，低硫船用燃料油是 2020 年及以后船供油市场的主要消费品种。

由于船用燃料油需求较难量化，我们主要关注航运产业链的复苏情况。受到新冠疫情的冲击，全球经济遭受重挫，海运贸易面临巨大压力。根据克拉克森研究最新数据表明，2020 年一季度，受到疫情冲击，全球海运贸易量以吨海里计将下降 5.3%，跌幅大于 2009 年 (-4.6%) 并且是近 35 年多以来最大降幅。2020 年 2-3 月份，受公共卫生事件影响，经济大环境及航运市场发展极缓慢，终端航运市场环境恶劣，船用燃油的需求及航次都大大减少。当时市场看跌情绪蔓延，因供船需求惨淡，民营供油企业为抢占仅有的市场，将价格做得很低，有时甚至亏本出货。5 月，船燃成本及批发价开始小幅上行，供船价格期初仍以低位震荡为主。不过，伴随着国内疫情得到控制，多地取消了低风险地区人员隔离 14 天的要求，全国复工复产基本展开，行业开工率得到明显提升。加上基建投入力度持续加大，及调控政策的刺激，沿海散货运输需求回暖，市场上租船热情较高。欧美国家陆续复工复产后，近期各船型需求旺盛。波罗的海干散货运价指数 (BDI) 上涨至 1527 点，与上旬相比数据翻倍，为 1 月 2 日以来的最高值。好望角型干散货船通常运输 17 万至 18 万吨的货物，包括铁矿石和煤炭。巴拿马型船日均收益上升了 294 美元至 7959 美元。巴拿马型干散货船通常运输 6 万吨至 7 万吨的煤炭或谷物。超灵便型船指数同步上涨。短期来看，需求恢复速度加快支撑低硫燃料油价格，中长期而言仍需关注“二次疫情”对船运市场的扰动。

图 3 舟山地区保税船燃消费量；万吨


资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 4 全球 BDI 指数


资料来源：卓创；东海期货研究所整理

2.3. 总结与展望

供给方面，IMO2020政策推出后，我国加大低硫燃料油生产发展，且伴随国内全面复工复产，炼厂生产积极性恢复。未来伴随着出口政策打通，中国民营炼化与国营炼厂均布局生产低硫燃料油，三季度中国炼厂低硫燃料油供应量将跟随市场需求继续放大，1-4月，中国保税船供油量在480万吨左右，同比增加30%；舟山保税船供油量达135.2万吨，同比上涨12.39%，

进口方面，马来西亚、韩国、新加坡、俄罗斯是中国燃料油近期进口的主要来源国和地区，4月我国燃料油进口量为109.7万吨，环比增加14.14万吨或14.8%，较一季度疫情高峰期已有明显好转，进口数量逐步回升。

需求方面，随着国内疫情得到控制，加上基建投入力度持续加大及调控政策的刺激，近期波罗的海干散货运价指数（BDI）快速修复反映出短期内海运景气度明显回升。沿海散货运输需求回暖，市场上租船热情较高。

近期而言，原油逐步脱离低位，带动燃料油整体价格重心上移。市场需求较一季度明显恢复，但受到疫情扰动预计消费全面回暖将会是一个漫长而反复的过程；限硫令的推出标志着低硫燃料油产量的逐步提高，我国自产量预计也会同步提升，同时伴随海运通道打开进口数量有望恢复至正常水平。另外，库存方面，新加坡，欧洲和中东地区燃料油库存均位于历史新高附近，压制燃料油价格上行空间。总体而言，我们预计短期内低硫燃料油价格将跟随油价偏强运行，中长期建议关注高库存对价格上行空间的压制与“二次疫情”的潜在影响。

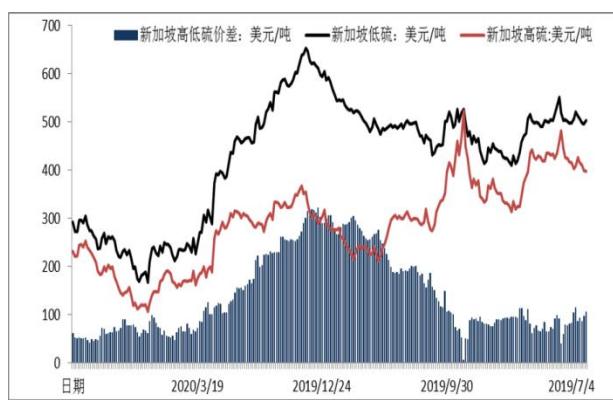
3.近期投资策略

3.1.关注高低硫价差套利机会

燃料油期货与现货价格波动整体较大。2010年至2020年4月，新加坡380CST高硫燃料油最高价至743美元/吨，最低价至101美元/吨，年度波动幅度最大至156%。2016年，受到亚洲燃料油市场供应持续过剩的影响，燃料油现货价格触及十年低点130美元/吨。2017年伊始，由于部分国家炼厂升级改造，全球燃料油产量开始下降，现货价格受此推动回升。2018年后，套利船货流入量减少，船燃需求稳健，随着市场回暖燃料油价格持续上升至500美元/吨水平。而在过去的一年中，中美贸易摩擦、高低硫切换等因素使380CST高硫燃料油市场需求下滑，价格跌至209美元/吨，随后受IMO政策推动，脱硫装置订单增加、二次加工需求旺盛带动价格逐渐回升；相对而言低硫燃料油随着其市场份额逐渐攀升，价格走势与380CST高硫燃料油逐渐分化，价差最高达到327美元/吨。

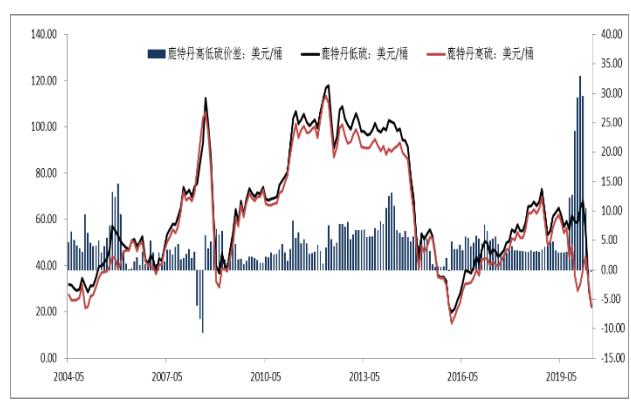
2020年以来，新冠肺炎疫情在全球蔓延影响石油需求，OPEC+减产协议谈判失败，受全球原油价格下行影响燃料油价格大幅波动，380CST高硫燃料油和低硫燃料油分别从年初的350美元/吨、650美元/吨水平，跌至4月末的110美元/吨、170美元/吨水平，价差缩窄至60美金/吨。目前LU2101-FU2101价差约为464元/吨。我们不难发现，最近一段时间高低硫价差缩窄，我们认为有以下几点原因。第一，受到IMO环保政策以及各国出台的鼓励政策带动，全球低硫燃料油处于扩产周期之中，因此，暂时性来看，低硫供应短缺的问题未出现。第二，在脱硫塔落成后，至少在上半年内，高硫的消费仍具备一定韧性，换言之并未出现断崖式下跌。

图 5 新加坡燃料油高低硫价差：美元/吨



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 6 鹿特丹燃料油高低硫价差：美元/桶



资料来源：卓创；东海期货研究所整理

后期来看，我们认为，高低硫价差存在走扩动力。一方面，在我国的低硫燃料油上市后，投资者可能更加青睐贴合市场发展规律的标的；另一方面，目前高硫燃料油仓单压力较大，而低硫燃料油的最近合约2101即对应高硫仓单注销期，因此我们认为根据此次低硫合约上市后，值得关注多LU2101空FU2101策略，考虑到距离2101合约时间较长，具体操作时点另行提示。

3.2. 卖保成本测算

为确保低硫燃料油期货交割业务平稳开展，根据《上海国际能源交易中心交割细则》的有关规定：（1）仓储费为人民币 3 元/吨·天，由指定交割仓库向货主或其委托代理人收取。能源中心可以根据市场发展情况调整仓储费的收费标准并另行通知。（2）低硫燃料油期货自上市之日起至 2021 年 1 月 8 日，暂免收取交割手续费。交易手续费为 2 元/手。（3）检验费由各指定检验机构按现行收费标准向低硫燃料油出入库时的货主或其委托代理人收取。（4）其它费用如港务费、港建费、码头装卸费等由有关机构按现行收费标准向低硫燃料油出入库时的货主或其委托代理人收取。因此我们在对低硫燃料油卖保成本进行估算时，主要关注仓储费及交易交割手续费。目前距离 2101 合约还有 6 个月左右，各合约挂牌基准价 2368 元/吨，按照最低交易保证金 8% 计算。

根据隆众的报价，目前低硫燃料油（新加坡）FOB 报价为 300 美元/吨，10ppm 柴油（新加坡）FOB 报价约为 360 美金/吨，根据此前介绍的定价规则，取二者 CFR 报价与舟山 180cst 低硫燃料油价格比较，其最低值约为 2400 元/吨，加上卖保所需成本 545 元后升水盘面挂牌价，故对产业户而言，目前的价格并不适合介入卖保。

表 1 低硫燃料油卖保成本估算表

仓储费		3 元/吨*天
交割手续费		(暂免)
交易手续费		2 元/手
资金利率		4.35%
以 2101 合约最后交易日 12 月 24 日计算		
仓储费	交易交割费用	资金利息
90*6=540 元	2/10=0.2 元	1894.4*0.0435*6/12/10=4.12 元
		合计 约 545 元

资料来源：INE；东海期货研究所整理

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn