



大商所扩库，但预计 PG 弱基差持续

走势评级: LPG: 震荡
报告日期: 2020年7月14日

★在传统淡季中没有出现需求超预期的改善，现货价格暂时难以形成趋势性的上涨

供给端存短期利好推高现货价格，带动 PG2011 期价突破前高。燃烧需求仍处于传统淡季，深加工需求在预期内回升，前期猛烈推涨势头结束。供给端短期利好使得供需矛盾有所缓解，但在传统淡季中没有出现需求超预期的改善。

★大商所增设液化石油气指定交割厂库，但规则博弈下弱基差预计仍将维持

大商所公告增设多个液化石油气指定交割厂库，第二批指定交割厂库库容是第一批的两倍有余。但我们在半年报中曾说过，基本面之外在目前的交割规则和投资者结构下我们预计 PG2011 与现货之间的基差始终偏弱，扩库后仍未完全解决问题。我们预计直到市场上仓单出现时才有可能驱动期现价格回归，市场对扩库的反映可能比较平淡。

★投资建议

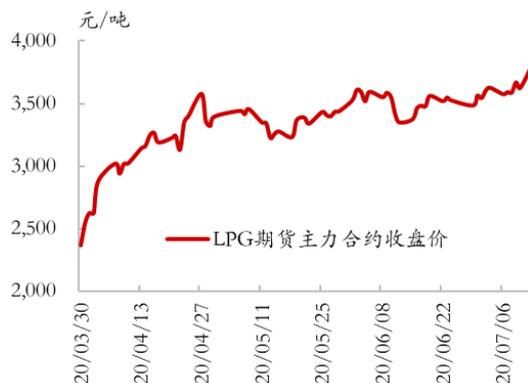
我们维持半年报中对现货价格判断，在今年四季度布伦特油价中枢在 45-55 美元/桶的前提下，预计 2020 年 11 月和 2021 年 1 月现货价格分别约 3400 元/吨和 4000 元/吨。考虑目前交割规则的溢价因素，看涨 PG2011 和 PG2101 较为合理的目标价分别为 3600-3700 元/吨和 4100 元/吨。我们认为目前 PG2011 超过目标价主要因为在现行交割规则下博弈下溢价高企，绝对价格和升水幅度均处于高位但缺乏基本面支撑。在市场上没有出现仓单的背景下预计期价表现偏强，短期恐怕难以回归，但最终市场总是要回归的，SC 和 FU 都殷鉴不远。

★风险提示

原油减产执行率不及预期，海外疫情二次爆发，SC 疲软导致市场做多 PG 的热情比我们预期得更高。

金晓 首席分析师(能源化工)
从业资格号: F3005393
投资咨询号: Z00112069
Tel: 8621-63325888-2483
Email: xiao.jin@orientfutures.com
联系人: 赵琳菲 分析师(原油/LPG/LNG)
从业资格号: F3062856
Tel: 8621-63325888-2147
Email: linfei.zhao@orientfutures.com

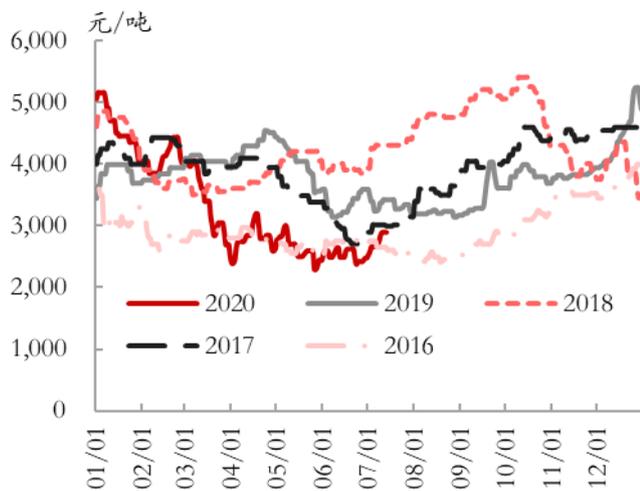
主力合约行情走势图



1、在现货价格的带动下 PG2011 近期震荡上行突破前高

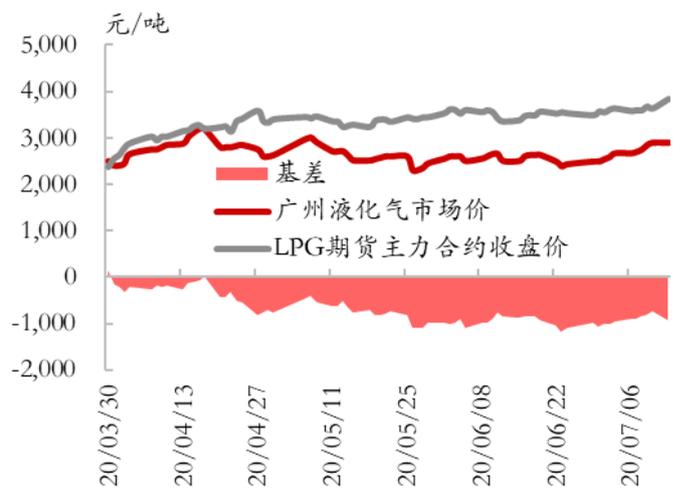
供给端存短期利好推高现货价格，带动 PG2011 期价突破前高。这一波现货价格上涨主要由于华南地区炼厂停产检修和进口气到港量下降。不过中海油高栏港短修预计在本周即将结束有望缓解近期供给偏紧的局面。目前上游炼厂和码头库存压力较小而且码头进口利润仍有小幅倒挂，我们预计上游挺价心态强烈。

图表 1：广州 LPG 燃料气市场价



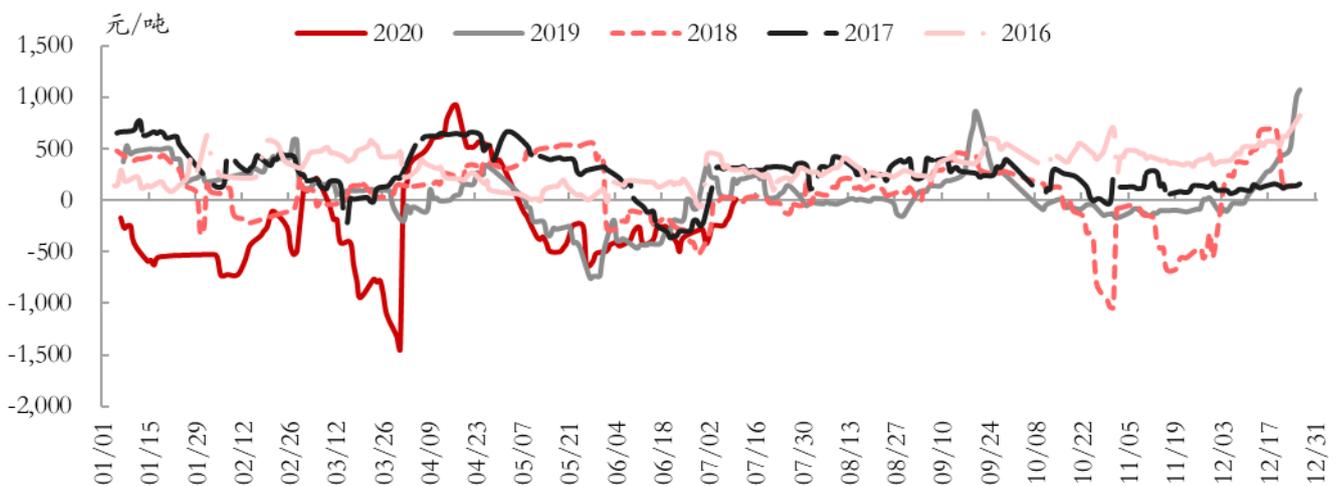
资料来源：Wind

图表 2：LPG 基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3：国内 LPG 进口利润测算

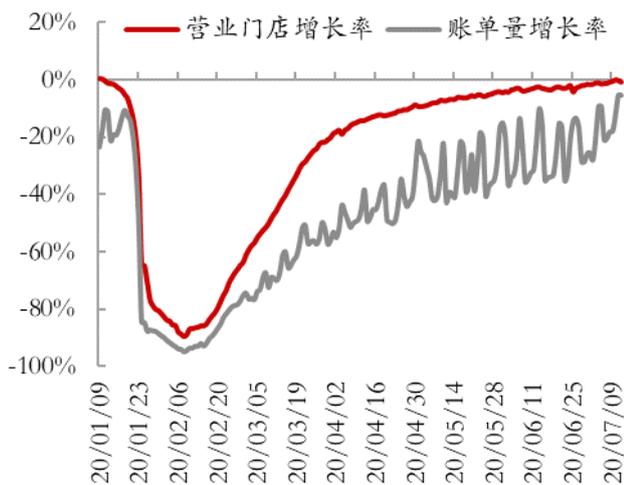


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、在传统淡季中没有出现需求超预期的改善，现货价格暂时难以形成趋势性的上涨

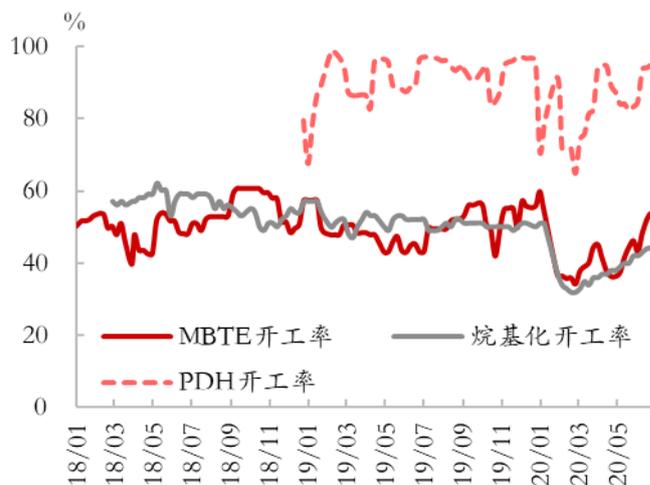
燃烧需求仍处于传统淡季，深加工需求在预期内回升，我们预计现货价格暂时难以形成趋势性上涨。下游上一周积极入市补库以后库存抬升有待消化，因此我们观察到市场出货情况从上周五开始边际转差。燃烧需求仍处于淡季，从账单数趋势来看餐饮行业的液化气消费缓步回升但预计长期处于肥尾状态。国内烷基化装置始终给到利润，近期丙烷对石脑油的折价拉大使得裂解原料替代性需求增强，不过山东地区醚后碳四和民用气的价差仍没有修复到正常的溢价水平，我们认为液化气的深加工需求修复没有超出预期。在7月13日华南液化气市场表现出稳中个别小跌，前期猛烈推涨势头结束。供给端短期利好使得供需矛盾有所缓解，但在传统淡季中没有出现需求超预期的改善。我们维持近期周报中的观点，预计近期现货价格将在2700-2900元/吨之间波动。

图表 4：国内餐饮行业营业门店及账单数趋势



资料来源：哗啦啦全国餐饮行业实时动态，注：反映每日营业门店及账单数对比2020年1月1日的涨跌情况。

图表 5：LPG 深加工装置开工率



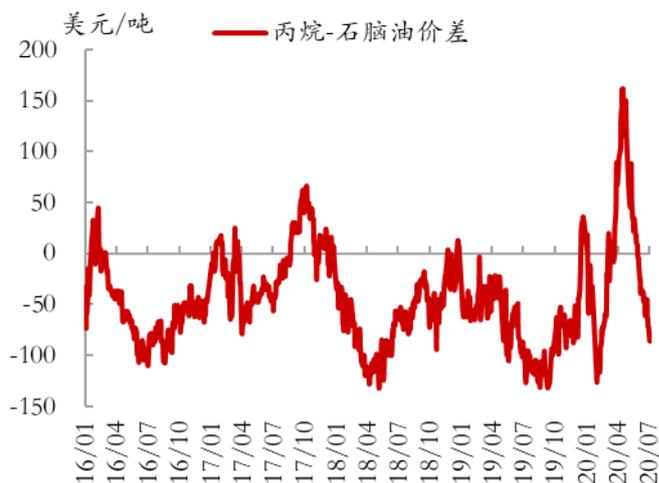
资料来源：Wind，隆众资讯

图表 6: PDH 装置毛利润测算



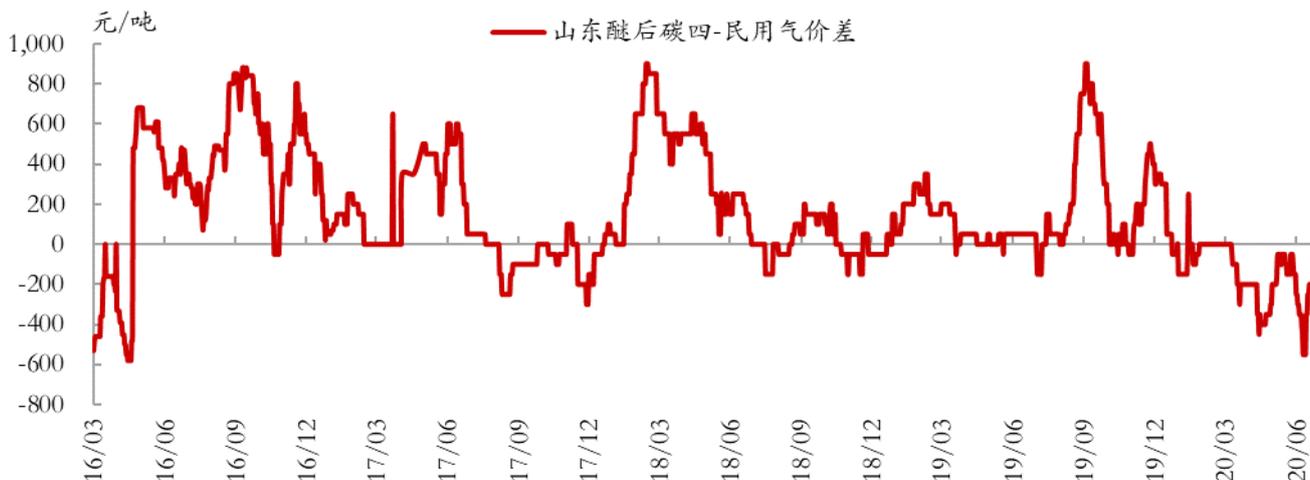
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 亚洲丙烷-石脑油价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 山东醚后碳四-民用气价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、大商所增设液化石油气指定交割厂库，但规则博弈下弱基差预计仍将维持

大商所公告增设多个液化石油气指定交割厂库，第二批指定交割厂库库容是第一批的两倍有余。但我们在半年报中曾说过，基本面之外在目前的交割规则和投资者结构下我们预计 PG2011 与现货之间的基差始终偏弱，扩库后仍未完全解决问题。目前已经公布出

来的指定交割厂库总库容有 37.9 万吨，折合 18950 手多单，远远低于目前的多单持仓。从近远月价差偏低与主力合约持仓量和收盘价高度相关来看，尽管大商所进行了扩库但多头或将持续炒作库容紧张问题。期货仓储费成本显著低于产业实际仓储费，我们预计市场上仓单会出现的比较晚，而且在实际出仓单时可能存在一些额外的成本。由于产业套保玩家进场还比较少。这些因素都导致 PG2011 上市以来一直走得比较强，而且很可能在交割之前较今年 11 月现货价格会一直存在溢价。

图表 9：大商所液化石油气指定交割厂库

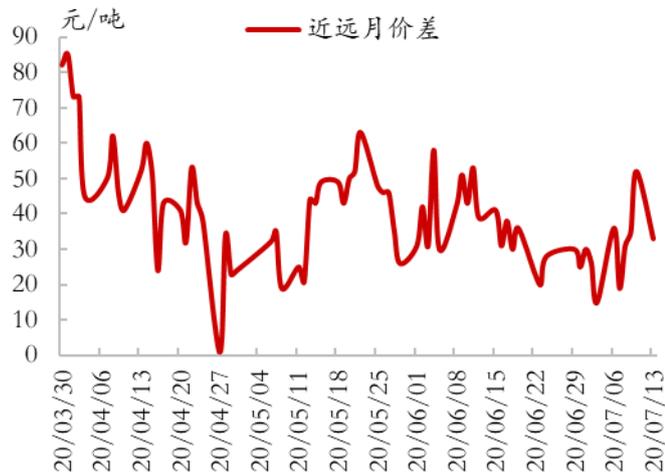
交割厂库名称	装运站/港	标准仓单最大量 (吨)	日发货速度 (吨/天)	与基准库升贴水 (元/吨)
海洋石油阳江实业有限公司	阳江港	16000	800	-
东莞市九丰能源有限公司	东莞市九丰能源有限公司码头	30000	1500	-
广州华凯石油燃气有限公司	华凯码头	20000	1000	-
江门市新江煤气有限公司	-	5000	250	-
浙江物产化工集团有限公司	嘉兴独山港	20000	1000	-100
万华化学（烟台）石化有限公司	烟台西港码头	20000	1000	-200
广东中石油昆仑液化气有限公司	汕头港老港区粤长燃气码头泊位	24000	1200	-
潮州市欧华能源有限公司	潮州市欧华能源有限公司码头	56000	2800	-
广西中油能源有限公司	防城港东湾液体化工码头	20000	1000	-100
福建华星石化有限公司	泉港上西气库	24000	1200	-100
福州中民新能源有限公司	福清江阴港	60000	3000	-100
宁波百地年液化石油气有限公司	宁波舟山港大榭港区	60000	3000	-100
浙江赛铬能源有限公司	浙江赛铬能源有限公司	24000	1200	-100

资料来源：大商所

我们预计直到市场上仓单出现时才有可能驱动期现价格回归，市场对扩库的反映可能比较平淡。如果预计今年四季度布伦特油价中枢在 45-55 美元/桶，以进口套利、淡旺季价差、LPG 价格/布伦特油价等多种估值办法来看，今年 11 月 LPG 现货价格给到 3800 元/吨以上的预期都是不太合理的。如果市场上没有仓单，短期内期现难以回归，但另一方面一旦市场上出现了仓单，对市场预期会有很大的影响。仓单的出现就像一直潜伏在水面下的鳄鱼突然出现，因为这表示产业力量真的入场了，市场交易逻辑将发生转变。正如我们在半年报中所说，LPG 产业链特性导致的全厂库交割制度本质上对上游更有利，在临近交割月时由于市场结构的不平衡性，期价可以被上游持有仓单的玩家砸成比较大的 contango 结构，直到在无风险套利价位再次平衡。而且目前的交割规则下可能需

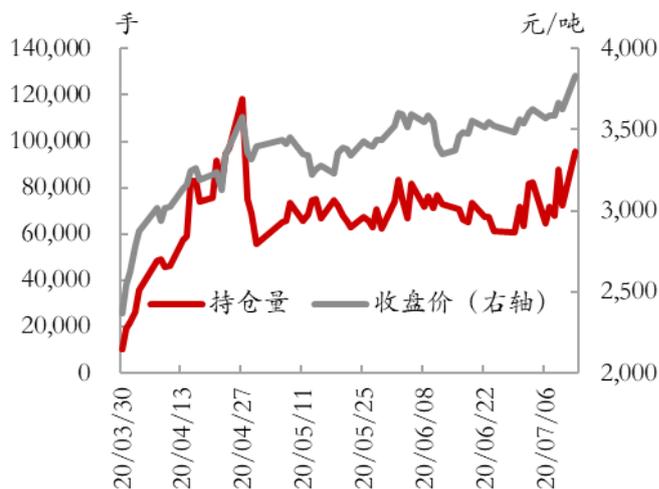
要足够高的溢价上游才有动力开出仓单,因此也不排除交割之前打出偏 backwardation 结构的可能性。

图表 10: LPG 期货近远月价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: PG 主力合约持仓量和收盘价



资料来源: Wind

4、投资建议

我们维持半年报中对现货价格判断,在今年四季度布伦特油价中枢在 45-55 美元/桶的前提下,预计 2020 年 11 月和 2021 年 1 月现货价格分别约 3400 元/吨和 4000 元/吨。考虑目前交割规则的溢价因素,看涨 PG2011 和 PG2101 较为合理的目标价分别为 3600-3700 元/吨和 4100 元/吨。我们认为目前 PG2011 超过目标价主要因为在现行交割规则下博弈下溢价高企,绝对价格和升水幅度均处于高位但缺乏基本面支撑。在市场上没有出现仓单的背景下预计期价表现偏强,短期恐怕难以回归,但最终市场总是要回归的,SC 和 FU 都殷鉴不远。

5、风险提示

油价超预期走弱,秋冬新冠疫情二次爆发,秋冬气温异常偏高,PDH 装置投产不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

金晓、赵琳菲

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 22 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com