



主力合约临近切换，市场预计将交易淡季预期

走势评级:

LPG: 看跌

报告日期:

2021年3月23日

★5月渐入传统淡季，进口成本预期有所松动

随着 PG2105 持仓量超越 PG2104，主力合约即将转入传统淡季月份，现货价格预计出现季节性走弱，往往会出现进口利润倒挂的情况。PDH 检修装置春检之后开工率将修复，而下一套新装置投产时间节点存在一定不确定性。近期液化气的海外掉期价格回落使得未来的进口成本预期有所松动。亚洲地区丙烷对石脑油的裂解替代开始发生，化工原料需求有所增加。不过随着油价回调和 FEI-MOPJ 价差收窄，丙烷裂解需求是否可持续需要观察一下，我们认为目前还没到大规模裂解原料切换的时间点。我们觉得只要油价不出现暴力拉涨的情形，油价温和上行的利好可能无法完全扭转需求淡季的基本面逻辑。

★交割扰动因素减小，但估值上仍有博弈

我们认为 PG2105 合约的定价上相比之前的月份可能更偏向基本面上的驱动，交割因素扰动较小。液化气期货上市以来是第一回转入淡季合约，在估值的理解上可能要看厂库是偏套利心态还是偏套保心态。

★投资建议

随着国内液化气转入传统淡季后现货价格预计出现季节性走弱，往往会出现进口利润倒挂的情况。液化气的海外掉期价格回落使得未来的进口成本预期有所松动。PG2105 合约更偏向基本面上的驱动，交割因素扰动较小。短线 PG2105 矛盾还不突出可能震荡运行，长线我们认为 PG2105 可以持逢高沽空的思路。

★风险提示

油价暴力拉涨。

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: 高级分析师

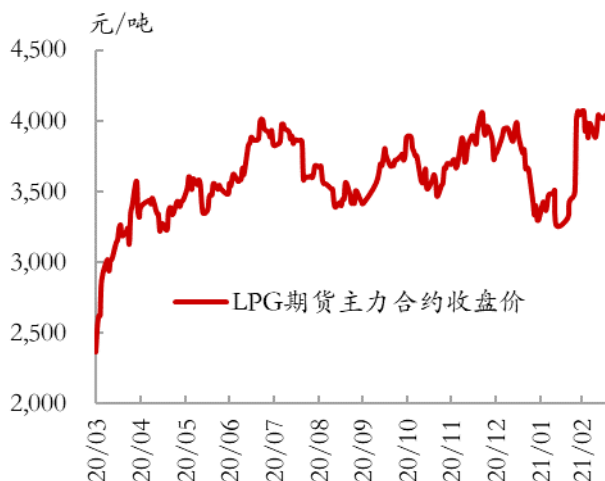
赵琳菲 (原油/LPG/LNG)

从业资格号: F3062856

Tel: 8621-63325888-2147

Email: linfei.zhao@orientfutures.com

主力合约行情走势图

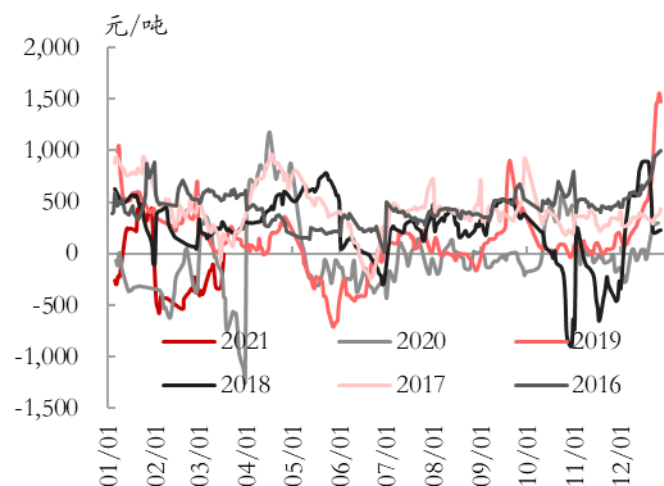


1、5月渐入传统淡季，进口成本预期有所松动

随着 PG2105 持仓量超越 PG2104，主力合约即将转入传统淡季月份，现货价格预计出现季节性走弱，往往会出现进口利润倒挂的情况。燃烧需求方面，随着气温升高燃烧消费下降，下游三级站的补货周期会拉长。陶瓷厂等工业燃烧需求从去年疫情至今一直有缺失还没回来。炼厂春检高峰过后，5月起国内液化气产量将陆续回归常态。因此基本上暂时看不到新的增量因素来扭转传统淡季的预期。

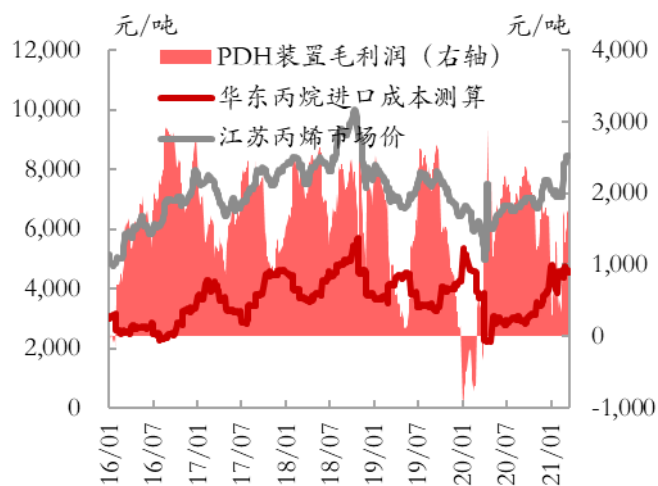
PDH 检修装置春检之后开工率将修复，而下一套新装置投产时间节点存在一定不确定性。近期 PDH 装置利润低位回升，所以部分装置的检修计划推迟到3月底4月初，并没有像市场此前预期的那样在3月出现集中检修潮。从新装置投产进度来看，福建美得石化和宁波福基石化（东华能源）的两套 PDH 装置在今年已经开车。金能科技此前表示其 PDH 装置将在今年4月投产，但目前仅有试车的消息。因此我们预计在二季度前半段时间里 PDH 产能释放的概率还是比较小的。

图表 1：华南液化气进口分销利润



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

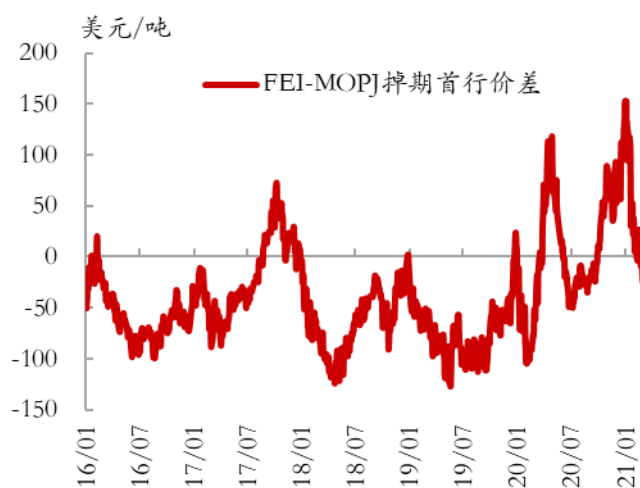
图表 2：华东丙烷脱氢装置毛利润测算



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

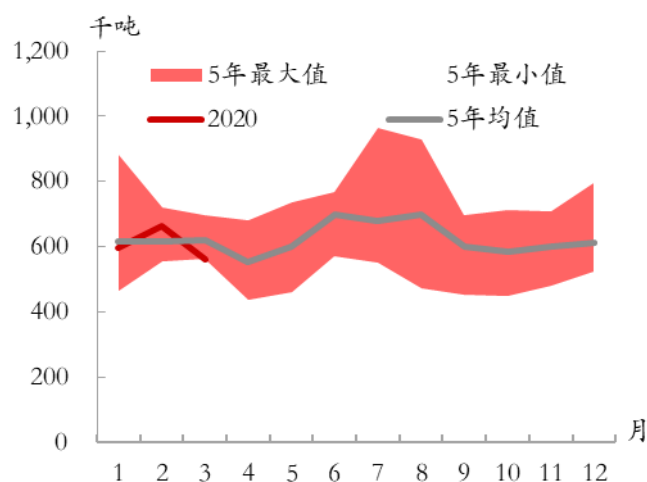
近期液化气的海外掉期价格回落使得未来的进口成本预期有所松动。从 CP 和 FEI 掉期的远期曲线来看，近端均呈现 backwardation 结构。尤其是 CP 的 backwardation 程度比 FEI 更深，我们认为市场把沙特后面逐渐放松减产液化气的预期在价格中部分反映出来了。亚洲地区丙烷对石脑油的裂解替代开始发生，化工原料需求有所增加。从业内消息来看。过去一段时间里出现了来自石化生产商的现货购买。2 月底韩国 Hanwha Total 启动了一套聚丙烯新装置，而 SK Advanced 被认为将在 3 月底启动一套聚丙烯新装置，丙烯需求增加可能向上传导到裂解环节，维持了亚洲整体对丙烷的需求。不过随着油价回调和 FEI-MOPJ 价差收窄，丙烷裂解需求是否可持续需要观察一下，我们认为目前还没到大规模裂解原料切换的时间点。随着油价的回升海外液化气价格中枢当然会抬升，不过我们觉得只要油价不出现暴力拉涨的情形，油价温和上行的利好可能无法完全扭转需求淡季的基本面逻辑。

图表 3: FEI-MOPJ 掉期首行价差



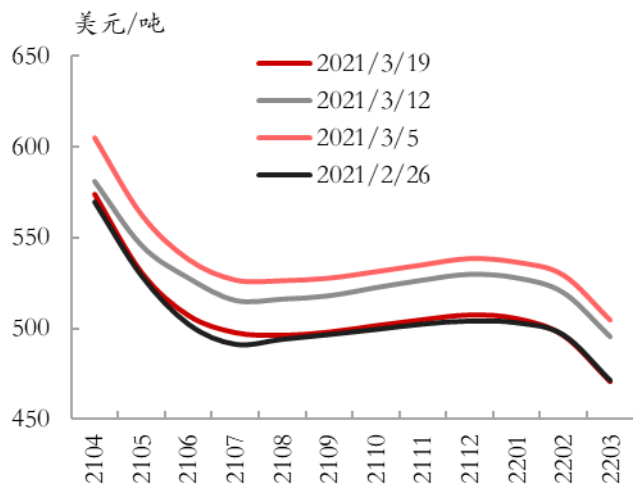
资料来源: Bloomberg

图表 4: 韩国 LPG 预计到港量



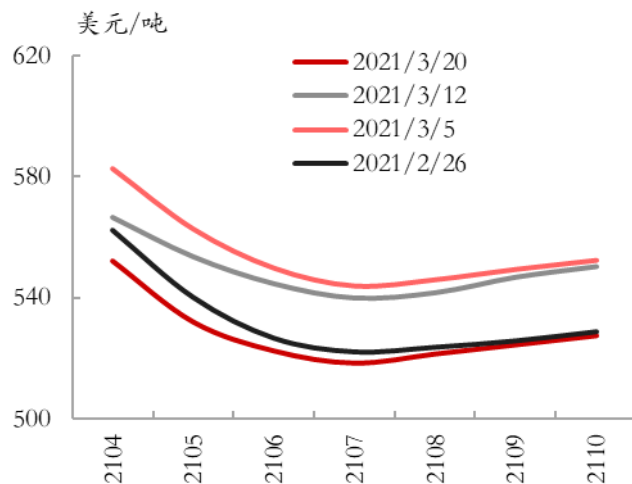
资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 5: CP 掉期远期曲线



资料来源: Bloomberg

图表 6: FEI 掉期远期曲线



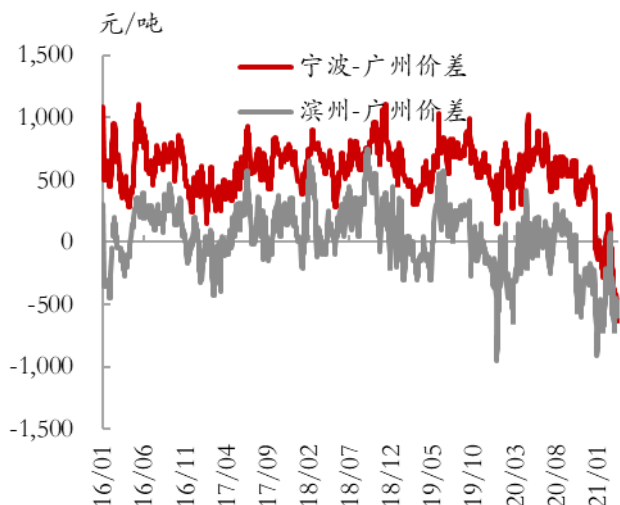
资料来源: Bloomberg

2、交割扰动因素减小，但估值上仍有博弈

我们认为 PG2105 合约与之前合约最大的区别是该合约上想注册仓单基本没什么时间节点上的问题，其定价上相比之前的月份可能更偏向基本面上的驱动，交割因素扰动较小。在之前的几个合约上，PG2103 有大量仓单集中注销的矛盾，只能对现货大贴水来解决仓单压力；PG2104 作为主力合约的交易时间段内基本不可能注册出仓单，所以跟国内现货的联动性偏低，那么只要内盘对外盘的溢价没有夸张到给出盘面内外套利的空间，PG2104 价格高位时几乎缺乏空头对手方。PG2105 基本不受仓单注册时间节点的困扰，其价格和现货的联动性我们认为相比前两个月份会好。

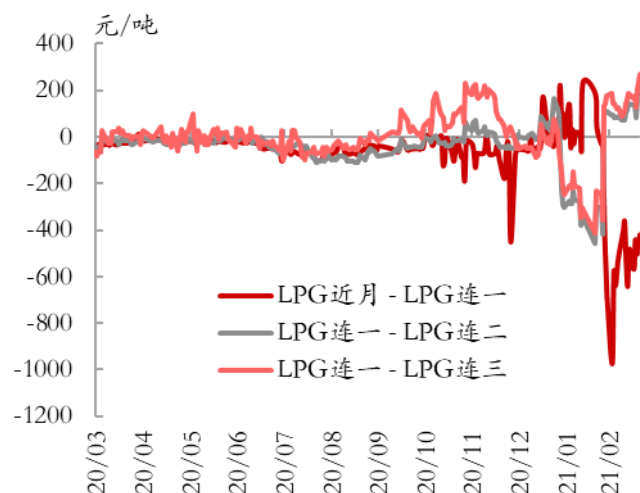
液化气期货上市以来是第一回转入淡季合约，在估值的理解上可能要看厂库是偏套利心态还是偏套保心态。目前盘面对标的最便宜可交割品是华东和山东民用气，PG2105 价格跟两地的卖出交割成本大致相当（当然如果后面燃烧需求回落地更快盘面定价权也可能回到华南）。我们认为后面在估值的理解上可能存在一个博弈点，看厂库是为了弥补低仓储费收入和长仓单有效期的机会成本去等待盘面达到更高位置再注册仓单，还是考虑淡季进口利润可能倒挂的情形在盘面可以覆盖交割成本的位置就开始套保。如果前者偏套利心态占了上风，那么接下来可能就比较仓单溢价程度是否会超过市场所接受的内外盘溢价程度了，直到某一种估值方式被认为不合理了引来空头力量。

图表 7: 国内液化气现货价差



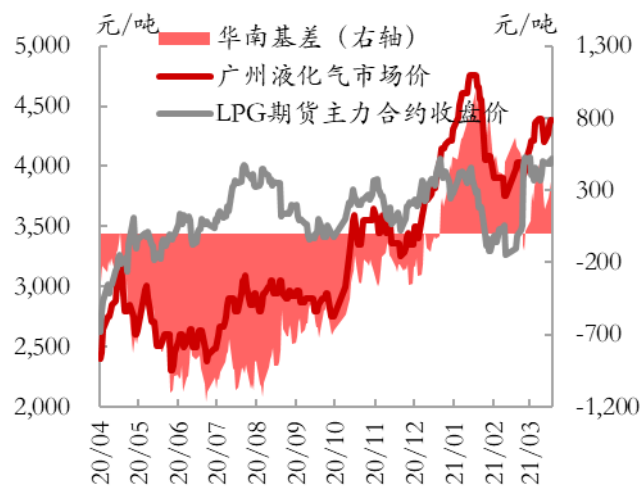
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 液化气期货合约月差



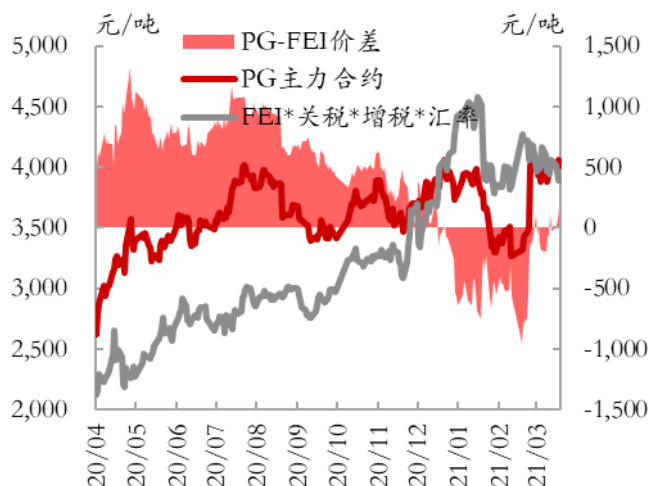
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: 液化气期货主力合约基差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: PG-FEI 内外价差 M1



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、投资建议

随着国内液化气转入传统淡季后现货价格预计出现季节性走弱, 往往会出现进口利润倒挂的情况。液化气的海外掉期价格回落使得未来的进口成本预期有所松动。PG2105 合约更偏向基本面上的驱动, 交割因素扰动较小。短线 PG2105 矛盾还不突出可能震荡运行,

长线我们认为 PG2105 可以持逢高沽空的思路。

4、风险提示

油价暴力拉涨。

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