



液化气交割厂库扩库，期价定价之锚可能漂移

走势评级:

LPG: 看跌

报告日期:

2020年10月19日

★大商所增加指定交割厂库库容，期价闻讯下跌

10月16日盘后大商所发布增设液化石油气指定交割厂库和原有部分厂库扩库的公告，受此事件影响当天夜盘开盘期价下跌，首行合约PG2011从周中3850元/吨的高点回落到3650元/吨附近。

★现行厂库名单下近月合约定价之锚可能在华南和山东之间漂移

山东地炼首次进入交割厂库名单而且在交割厂库的地域分布中占据优势，未来期货盘面定价之锚可能在华南和山东之间漂移，目前山东液化气和山东工业气相比华南液化气的交割利润更大。考虑到盘面交割利润大于C4路线的深加工利润，我们认为山东地炼是有注册仓单的动力去兑现交割利润，山东地炼仓单这个潜在的“烫手山芋”近期可能压制期价。

后期华南和山东的现货价差修复到历史规律后我们认为华南大多数时候仍是定价之锚，冬季来临期价长期看涨。但市场也会跟踪华南-山东两地价差变化去评估最便宜可交割品是否还在华南，期现结构上可能从大幅升水华南现货转变成小幅贴水华南现货。

★投资建议

我们对PG期价持短空长多的思路。

★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。

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

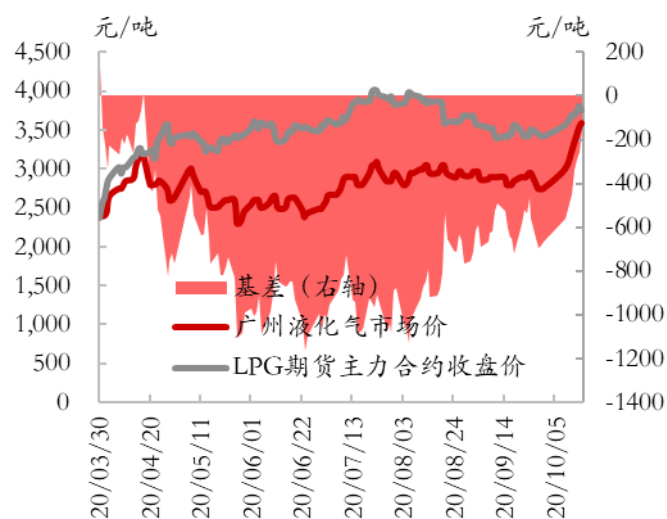
主力合约行情走势图



1、大商所增加指定交割厂库库容，期价闻讯下跌

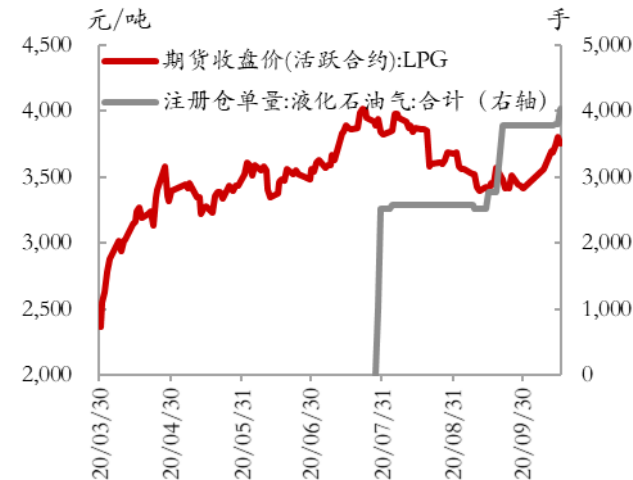
10月16日盘后大商所发布增设液化石油气指定交割厂库和原有部分厂库扩库的公告，受此事件影响当天夜盘开盘期价下跌。大商所增设广西天盛、浙江卫星、东华能源、山东京博、山东神驰、青岛运达成为液化石油气指定厂库，此外东莞九丰、浙江物产和万华化学库容增加。目前液化石油气上的指定交割厂库库容达到76.1万吨，注册仓单量4025手。此次扩库公告既在情理之中又在意料之外。情理之中是因为此前市场普遍预期在第一次交割之前还会增加库容，但可能超出市场预期的几点有（1）扩库容量远超上一批交割厂库的增量；（2）山东地炼作为非基准库大量进入交割厂库名单；（3）8月底市场传言的远月期货仓储费上调和仓单有效期缩短可能和扩库配套出现但现在也没有音讯了。随着第一次交割时间的临近，市场担忧仓单（尤其是山东地炼仓单）的潜在冲击，公告发布后期价明显走低，首行合约PG2011从周中3850元/吨的高点回落到3650元/吨附近。

图表1：LPG期货主力合约基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：LPG主力合约收盘价与注册仓单量



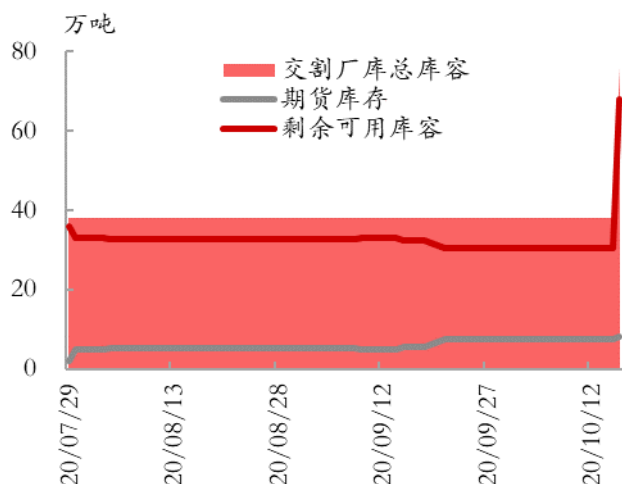
资料来源：Wind

2、现行厂库名单下近月合约定价之锚可能在华南和山东之间漂移

山东地炼首次进入交割厂库名单而且在交割厂库的地域分布中占据优势，未来期货盘面定价之锚可能在华南和山东之间漂移，目前山东液化气和山东工业气相比华南液化气的交割利润更大。从液化石油气期货合约设计初衷来看，设计者力求通过品质贴水和地区贴水的设定来尽可能保证期价锚定华南燃料气的现货价格，也符合华南地区液化气消费量和贸易量大、市场竞争激烈交投活跃的产业现状。不过在期货的实际交易过程中，期价通过交割环节来锚定最便宜可交割品的现货价格实现期现回归。由于品质贴水和地区

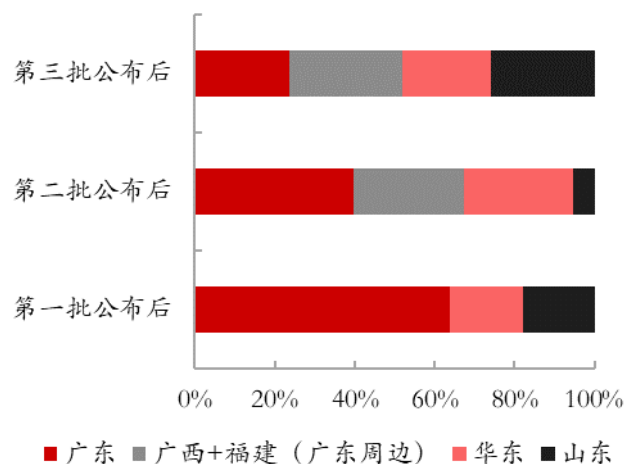
贴水是死的，但不同地区和不同品质液化气现货价差是不停变动的，最便宜可交割品并不一定是华南燃料气，因而期价定价存在地区漂移的可能性。从国内现货价格的历史价差关系来看，大部分时候华南燃料气是最便宜可交割品，但近期山东燃料气和山东工业气即使算上地区贴水和品质贴水也比华南燃料气去交割更有利可图，在第三批交割厂库公布后山东非基准库的库容也已经超过广东地区了，为山东仓单大量出现提供了金融基础设施的基础。

图表 3: LPG 可用库容和期货库存



资料来源: Wind, 大商所, 东证衍生品研究院

图表 4: 交割厂库库容地域分布



资料来源: 大商所, 东证衍生品研究院

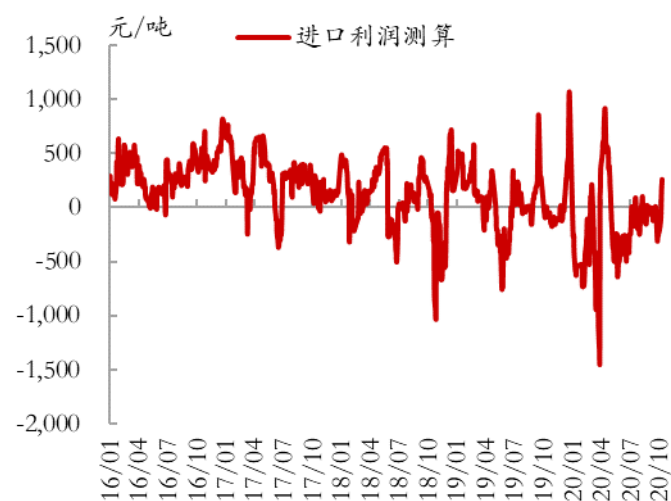
图表 5: 山东-华南液化气价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

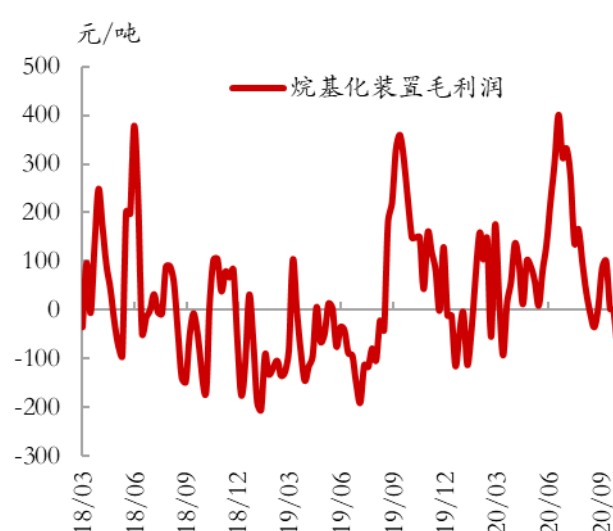
由于华南和山东液化气的供需基本面和定价逻辑不完全一致，两地现货价差近期偏大，而且考虑到盘面交割利润大于 C4 路线的深加工利润，我们认为山东地炼是有注册仓单的动力去兑现交割利润。华南液化气 80% 以上是燃烧需求，冬季燃烧需求上升-海外价格上涨-进口气成本上涨的逻辑链条下一半成本支撑牢固，现货价格整体在高位运行，深跌可能性很小，我们认为华南码头去期货盘面上交货意愿是比较低的。而山东液化气约 70% 是化工深加工需求为主，如果深加工需求不佳工业气本身可以外放，这种替代关系牵制了山东燃料气价格大涨。目前山东地区不同路线的深加工装置利润分化大。走烯烃链条的 PDH 装置毛利润一直不错，我们认为原本给这些装置进料的进口气去期货盘面交割的可能性不大。目前国内调油需求一般，C4 深加工路线上装置利润处于亏损状态了，但目前算上地区贴水和品质贴水这部分工业气仍有交割利润，这时候我们认为地炼是很有可能去盘面上卖交割的。

图表 6：华南液化气进口利润测算



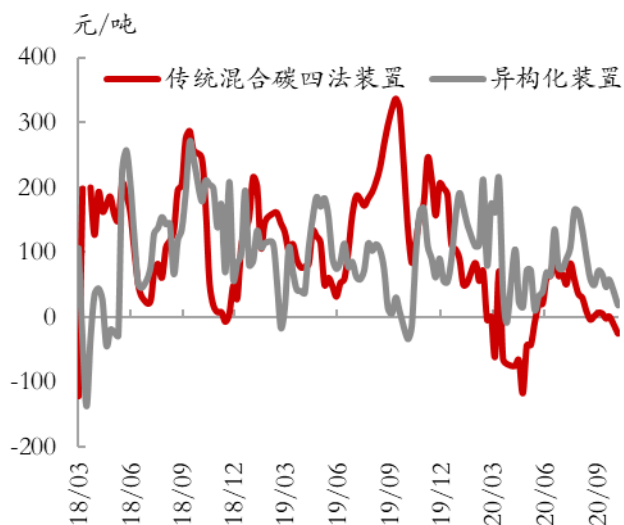
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：烷基化装置利润测算



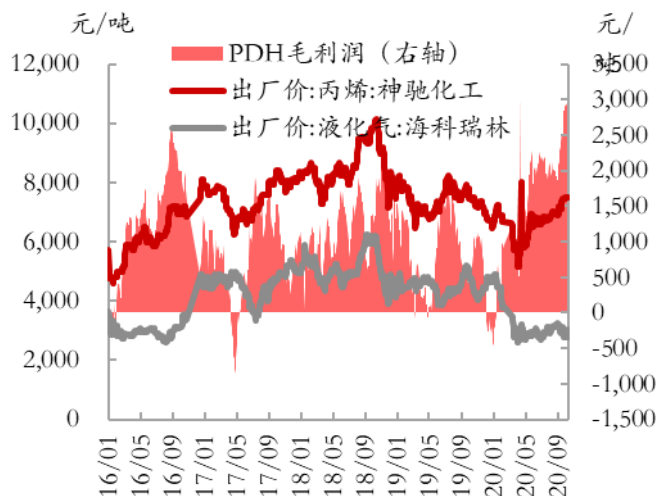
资料来源：隆众资讯

图表 8: MTBE 装置利润测算



资料来源: 隆众资讯

图表 9: 山东 PDH 装置毛利润测算



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

由于现货上主要消费地华南和近月合约定价锚地山东劈叉了, 山东地炼仓单这个潜在的“烫手山芋”近期可能压制期价。后期华南和山东的现货价差修复到历史规律后我们认为华南大多数时候仍是定价之锚, 冬季来临期价长期看涨。但市场也会跟踪华南-山东两地价差变化去评估最便宜可交割品是否还在华南, 期现结构上可能从大幅升水华南现货转变成小幅贴水华南现货。考虑到现货市场上目前主要消费领域是燃烧主要消费地是华南, 而近期最有可能去盘面上交货的却是山东地炼。这批货如果是燃料气的话多头要运走成本高, 如果是工业气的话多头在现货上也很难处理, 山东地炼的仓单变成“烫手山芋”大家都不愿意去接。不过按照历史规律绝大多数时候华南现货价格会低于山东, 我们认为两地价差关系修复后盘面上大多数时候还是华南定价。山东地炼进入交割厂库名单的长远影响更可能是期现结构上的转变。因为期价一旦涨多了打开山东地炼的卖出交割空间, 山东地炼出仓单的预期就会压制涨幅。另外最便宜可交割品不一定在华南了, 多头在接仓单上的不确定性也使得这个合约交割结构偏空头, 期现结构上可能从大幅升水华南现货变成小幅贴水华南现货。

3、投资建议

我们对 PG 期价持短空长多的思路。在山东地炼加入交割厂库名单和近期的华南-山东价差关系下, 短期内盘面定价之锚预计会从华南漂移到山东, 山东地炼仓单可能压制近月合约。长期来看, 华南和山东的现货价差修复到历史规律后我们认为华南大多数时候仍是定价之锚, 但随着主力合约向更旺季的月份移仓, 旺季远月合约长期看涨。

4、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