

需求稳供给松，

旺季现货价格涨势预计较往年更平坦

走势评级：

LPG：震荡

报告日期：

2020年9月23日

### ★调研结论

(1) 被调研企业认为国内需求开始摆脱新冠疫情阴霾，秋冬旺季走向恶化的可能性不大，但恢复情况存在地区差异，珠三角地区的恢复情况预计比粤东地区更好一些。由于气温变化引起的淡旺季燃烧需求一般能相差20%-30%，但拉尼娜事件对华南地区燃烧需求的刺激可能比较有限。临近中秋国庆双节下游按惯例进行补库操作，补库力度需要观察。

(2) 被调研企业对旺季需求的预期比较稳，但大多担忧供给端的宽松程度，尤其是进口气比较多。另外产业纵向一体化整合也提高了企业抗价格风险能力，上游码头的亏损可以通过下游零售得到部分填补。

(3) 在旺季现货价格预期上被调研企业的观点比较谨慎。对于LPG首行合约对应的11月，可能出现旺季不那么旺的情况，现货价格上涨的时点往后推。对于明年1月，被调研企业觉得今年总体上情况特殊，1月的需求还很难说。

(4) 在全厂库交割细节上，被调研企业认为期货仓储费与现货差距比较大，但仓单注销提货对现货业务的影响预计不是很大。

### ★投资建议

从调研结果来看，秋冬旺季进口成本支撑仍在，现货价格大概率延续过去的季节性规律会上涨，但给到的码头进口利润水平较往年同期更低一点，现货价格上涨的斜率可能会比我们此前的预期更平坦一些。

在期货盘面上，我们还是持有近月短空和远月偏多的思路。在期现套利或内外套利给到的盘面利润偏高时可以考虑短空近月合约PG2011。对于旺季远月合约PG2101，目前基本上尚未看到恶化的迹象，我们认为可以等待油价企稳和现货上行驱动后做多，长期目标位置视布伦特油价中枢而异。

### ★风险提示

油价大跌，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，交割规则微调不及市场预期。



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、调研路线

华南地区是国内 LPG 的主要生产、进口、消费地区之一，也是 LPG 期货基准交割地。此次调研覆盖珠三角和粤东地区的 4 家 LPG 进口和贸易企业，涵盖一级库、二级库和三级站，希望深入了解 LPG 旺季供需基本面情况，同时还涉及到产业参与 LPG 期货市场情况。

## 2、调研结论

### 2.1、国内需求恢复进行中

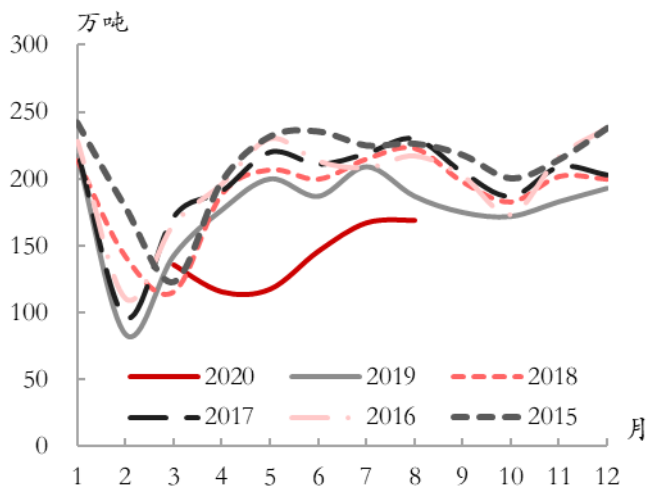
被调研企业认为国内需求开始摆脱新冠疫情阴霾，秋冬旺季走向恶化的可能性不大，但恢复情况存在地区差异。上半年的新冠疫情对餐饮等商业燃烧需求和陶瓷厂等工业燃烧冲击比较大，而对民用燃烧需求的影响比较小。被调研的一些企业根据销售情况推断上半年新冠疫情使得国内 LPG 需求下降约 30% 左右。目前国内的需求水平逐步开始恢复正常，但不同地区的企业对需求恢复的感受有所差异，总体来说珠三角地区的恢复情况预计比粤东地区更好一些：一是因为随着国内生产生活秩序恢复正常，人口继续向大城市流动，使得疫情期间留在粤东地区的民用需求部分回流到珠三角地区；二是因为粤东地区的工业燃烧需求仍有缺失。据粤东地区被调研企业反映，当地是中国瓷都，陶瓷厂的工业燃烧需求在当地的燃烧总需求中占比约 50%。由于海外出口受阻，当地陶瓷厂尽管复工了但需求量同比仍然比较差。陶瓷厂这块的工业燃烧需求主要对粤东地区有比较大的影响，像珠三角的企业就认为工业燃烧需求对他们销售的影响很小。另外前几年进行的陶瓷厂天然气改造对 LPG 的替代效应也不是很大，因为陶瓷的生产成本中大约 30% 是燃气成本，陶瓷厂的双管网设计使得他们可以按照两种能源的热值比进行切换，并不是装了天然气就不用 LPG 了。

由于气温变化引起的淡旺季燃烧需求一般能相差 20%-30%，但有些被调研企业认为拉尼娜事件对华南地区燃烧需求的刺激可能比较有限。主要因为华南地区本身对冬天的概念比较弱。如果某年偏冷一般就是其中有几天华南地区感到特别冷，并不像北方地区一样在冬天的几个月都感到特别冷，华南地区真正意义上的冷冬恐怕要追溯到 2008 年南方大雪的时候。另外，LPG 大多数时候是在每个区域内进行平衡，跨区域调配的时间窗口比较少。从运费成本来说，目前华南-山东东营的压力船跑一趟大概要 550 元/吨，则意味着山东和华南需要有一段时间达到这么大的价差才能打开跨区域套利窗口。因此，即使今年秋冬国内其他地区偏冷，能通过跨区域调配而推高华南地区现货价格的传导链条可能也比较弱。

临近中秋国庆双节下游按惯例进行补库操作，补库力度需要观察。因为假期高速公路禁止危化品运输车辆通行，一般下游会在节前把库存塞得满满的。不过有被调研企业指出三级站目前的库存水平可能不低。对 LPG 一级库来说，一般进行库存动态平衡，只要有船到货就要排库让出空间。现在信息资讯都很畅通，下游都了解大码头什么时候有船要来，会卡着合适的时间点来抄底。另外今年现货从绝对价格上来说也处于多年低点，之

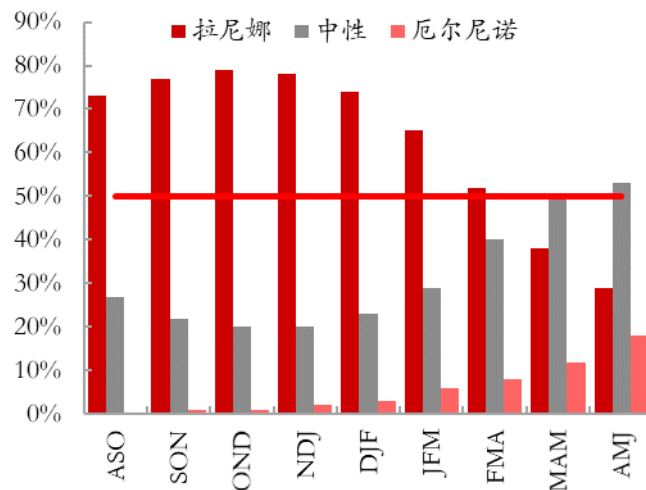
前下游也会逢低补货。

图表 1: 国内家用陶瓷器皿出口数量



资料来源: Wind

图表 2: CPC/IRI 官方 ENSO 预测概率



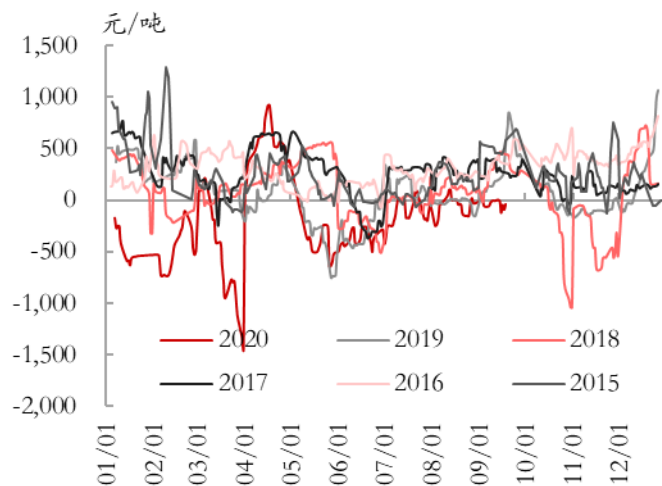
资料来源: IRI, 注: 预测以连续三个月作为一个季节, 以各个月份的英文首字母组成季节代码, 如 ASO 表示 8 月 9 月 10 月。

## 2.2、市场担忧供给端偏宽松

尽管被调研企业对旺季需求的预期比较稳, 但大多担忧供给端的宽松程度。被调研企业都反映目前市场上货源充足, 尤其是进口气比较多。由于上半年新冠疫情砸出的需求深坑, 进口商对下半年有所期待都拿货的话, 整个市场加起来供给就偏宽松了。另外也有被调研企业提到, 因为国内已经基本抗疫成功而海外新冠疫情仍然不太客观, 相比起来只有中国的需求是正常的世界其他地区需求更差, 海外贸易商们也都在向国内卖货。

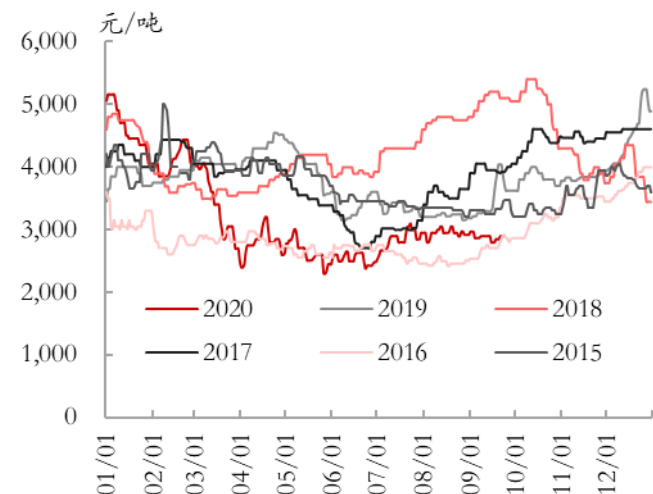
产业纵向一体化整合也提高了企业抗价格风险能力, 上游码头的亏损可以通过下游零售得到部分填补。这次被调研的多家企业都参与了产业链上下游的多个环节, 而不是只有一级库或者二级库。由于上半年新冠疫情和油价波动等多种因素, 码头进口利润出现大幅亏损, 即使目前传统淡季过去了码头利润也处于微亏水平。而终端的 LPG 零售价格今年其实没有太大变化, 对三级站来说今年采购成本下降利润水平不错。因此从整体来看, 深入产业链上下游布局的企业相对只做上游进口业务的企业更有韧性。有些被调研企业反映今年的进口量与去年同期累计值相比差得不多也是侧面例证。

图表 3: 华南码头进口利润测算



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 广州 LPG 市场价



资料来源: Wind

### 2.3、产业对今年秋冬旺季现货价格的预期偏谨慎

在旺季现货价格预期上被调研企业的观点比较谨慎。今年现货价格到现在迟迟没有迎来趋势性上涨,被调研企业认为需求端比较稳而供给端偏宽松是主要原因。对于 LPG 首行合约对应的 11 月,可能出现旺季不那么旺的情况,现货价格上涨的时点往后推。对于明年 1 月,被调研企业觉得今年总体上情况特殊,1 月的需求还很难说。

### 2.4、产业对 LPG 期货市场的参与程度仍有很大的提升空间

国内 LPG 期货上市以来产业关注度一直比较高但目前参与程度有限。从期现结合上来看,现货贸易中目前还是用 CP 加升贴水的传统方式进行背靠背销售,国内的 LPG 期货合约目前对内贸定价几乎没有影响。被调研企业认为,要让国内 LPG 期货合约成为内贸定价基准甚至推开基差贸易模式,还是需要一段时间让这个品种更成熟,并推动下游接受国内 LPG 期货合约作为定价基准。从我们调研的感受来看,大码头对国内 LPG 期货的关注程度明显高于二级库。有企业表示,如果下游不接受国内 LPG 期货价格,那目前的 CP 加升贴水的背靠背销售模式对他们来说也已经转移了价格风险,其实他们也不是非要把定价基准转换成国内 LPG 期货去暴露更多风险敞口。

在全厂库交割细节上,被调研企业认为期货仓储费与现货差距比较大,但仓单注销提货对现货业务的影响预计不是很大。被调研企业多反映现货仓储费在 4-5 元/吨·天,在库容紧张时过罐费可能更高,目前 1 元/吨·天的期货仓储费与现实差别太大,对注册仓单的动力不大。另外目前仓单有效期有一年,被调研企业也有担忧长时间占用交割厂库库

容。关于此前市场上提出的现货库容紧张周转快导致厂库不愿意注册仓单的问题，有些被调研企业现在认为其实对现货业务的影响不会很大。现货上周转快是现实，但有被调研企业认为仓单注销提货时库方具有一定的主动性。一是货主要提前7天告知厂库提货，对于深入产业链上下游的企业来说，可以安排三级站提前提货腾出空间，即通过利用社会库容来腾挪厂库库容。二是厂库的最大日发货速度一般低于这些企业的设计能力，用于期货市场的厂库库容在现货罐容中的占比不高，为正常的现货业务留出了余地。

图表 5：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
浙江赛格能源有限公司	浙江赛格能源有限公司	24000	1200	-100

资料来源：大商所

### 3、调研详细情况

#### 3.1、华南企业 A

企业 A 是华南地区最大的 LPG 进口商之一，也是 LPG 指定交割厂库。该企业在东莞立沙岛拥有 5 万吨级的泊位可以停靠 VLGC，去年 LPG 周转量在 150-160 万吨，LPG 罐容超过 14 万立方，包括 3 个 4 万立方低温罐，。

企业 A 的进口气主要销售给国内客户，也有少量转出口。在进口方式上，长约和现货都有，进口货源目前以中东货为主。在国内销售端，该企业有一定比例的客户是合同户，



通过 CP 加升贴水的方式销售。

### 3.2、华南企业 B

企业 B 位于粤东地区，其在汕头的二级码头与某国有大型燃气公司密切合作，是 LPG 指定交割厂库之一。该企业在汕头的二级码头可以停靠 5 千吨级的压力船，现有 2.4 万立方压力罐。

企业 B 参与 LPG 的贸易、运输、分销和终端零售等多个环节。该企业在广州和汕头都有二级库，拥有压力船、槽车、自营店和加盟店。其货源主要是采购中石油、浙石化等炼厂气；也会少量采购进口气，一般是和大码头合作，在岸上进行人民币结算。

### 3.3、华南企业 C

企业 C 是粤东地区主要的 LPG 进口商之一，也是 LPG 指定交割厂库。该企业在潮州饶平县拥有 5 万吨级的泊位但目前是二港，去年周转量在 94 万吨。LPG 罐容有 12.4 万立方，包括 6 个 2 万立方的冷冻罐和 4 个 1000 立方的压力罐。

企业 C 对 LPG 产业链上下游进行了全覆盖，除了潮州的一级码头外，还有二级库、三级站、自营店和压力船。该企业以销售进口气为主，长约货以中东货为主，现货采购则囊括多地货源。在海外采购定价模式上，一般是 CP 定价。在国内销售定价模式上，合同户既有 CP 加升贴水的方式，也有同时参考 CP 和炼厂气价格的方式。

### 3.4、华南企业 D

企业 D 是粤东地区二级库。该企业在揭阳榕城的码头可以停靠 5 千吨级压力船，有 7100 立方的压力罐、槽车和气站。在采购定价上，一般与上游采用 CP 加升贴水的方式，按人民币结算。在销售定价上，主要采用每天报价的方式，会参照广石化和泉州石化的出厂价。

## 4、投资建议

从调研结果来看，目前秋冬旺季苗头还在蓄势酝酿中。今年旺季需求与去年同期相比可能略弱，但环比上半年改善是无疑的。国内需求进一步恶化的可能性比较小，因此进口成本支撑仍在，现货价格大概率延续过去的季节性规律会上涨。不过今年秋冬旺季国内供给端可能与我们此前的预期相比偏松，上游液化气货源比较充足，前期下游在液化气绝对价格低位时提前囤货导致库存水平偏高。我们预计今年旺季给到的码头进口利润水平较往年同期更低一点，现货价格上涨的斜率可能会比我们此前的预期更平坦一些。

在期货盘面上，我们还是持有近月短空和远月偏多的思路。从产业观点来看节前补库带来的现货涨幅可能不及此前市场预期，而且 PG2011 合约逐渐接近交割主力移仓。因此在期现套利或内外套利给到的盘面利润偏高时可以考虑短空旺季近月合约 PG2011。对于旺季远月合约 PG2101，目前基本面上尚未看到恶化的迹象，我们认为可以等待油价

企稳和现货上行驱动后做多，期价长期目标位置视布伦特油价中枢而异。但如果布伦特油价本身出现大跌，LPG 旺季需求恢复的基本面逻辑也会难敌进口成本坍塌的趋势。

图表 6：秋冬旺季现货月均价预测分情形

	悲观	中性	乐观
油价中枢假设（美元/桶）	30-40	40-45	45-55
2020 年 11 月现货月均价预测（元/吨）	3100	3300	3500
2021 年 1 月现货月均价预测（元/吨）	3350	3650	4000

资料来源：Wind，Curve-series，东证衍生品研究院

## 5、风险提示

油价大跌，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，交割规则微调不及市场预期。

### 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](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)