

关注 PG 月差估值修复机会

2021 年 1 月 29 日

投资咨询业务资格

证监许可【2012】1497 号

李威铭

从业资格号：F3029957

投资咨询号：Z0014369

马琛

从业资格号：F3039125



PG 主力合约周一跳空低开，此后连续破位下行。截至 1 月 28 日收盘下滑至 5 月下旬以来最低水平。近期液化石油气供需基本面有所转弱，气温转暖，亚洲天然气以及丙烷冷冻货到岸贴水均大幅下滑。国产气供应维持充裕状态，华南、华东码头进口到港量近两周较为集中，需求方面，受到天气转暖、国内疫情防控力度加强，民用燃烧需求以及成品油调油需求受到影响，近一周民用气、醚后碳四价格均有不同程度下滑。现货市场仍受到进口成本支撑，使得 PG 近期维持 800 元/吨高基差。短期来看，PG 近月合约面临仓单注销压力，盘面需给予足够低价格，才能激发多头接货动力，而受到山东醚四成本端支撑，PG 远期合约仍存在估值修复预期，PG 维持近弱远强格局。但随着高仓单逐渐消化后，需关注 PG 正向套利机会。

图表 1：LPG 主力合约走势



数据来源：文华财经，广州期货

供应维持充裕

国内液化气供应整体较为充裕，从炼厂加工负荷来看，主营炼厂开工持稳，地方炼厂开工率小增，维持高位运行状态，国产气周度供应量变化不明显。由于醚后碳四进入炼厂裂解装置经济性较低，去年四季度国内 LPG 供应量大幅增加，今年 1 月份预计 LPG 供应量仍有小幅增加。不过随着国内醚后碳四价格的持续滑落，醚后碳四替代石脑油进入炼厂裂解装置的效益增强。据跟踪数据显示，截至 2021 年 1 月 28 日，东北地区醚后碳四与石脑油价差在-253 元/吨水平，较一周前下滑 350 元/吨水平。业内人士表示，理论上来看，当醚后碳四价格低于石脑油价格 100 元/吨以上时，醚后碳四替代石脑油进入裂解装置加工的替代效益增强。

进口船货方面，近两周华南码头进口船货到港量增加明显，截至 2021 年 1 月 28 日，华南进口码头库存在 50.13%，周度小降 5.29 个百分点，同比增 7 个百分点，为中高位水平；截至 2021 年 1 月 28 日，华东进口码头库存在 48.38%，周度增 11.9 个百分点，同比增 8 个百分点，升至中位水平。

图表 2：液化气国产供应量



数据来源：国家统计局，广州期货

图表 3：华南、华东进口码头库存



数据来源：隆众资讯，广州期货

燃烧、调油需求走弱

近期亚洲地区天气转暖，天然气到岸亚洲价格、丙烷 CP 掉期价格均出现不同程度的下滑，特别是丙烷冷冻货到岸贴水大幅走跌。据金联创数据显示，截至 1 月 27 日，丙烷 CP 掉期价格在 600 美元/吨，周度下滑 2%；截至 1 月 27 日，丙烷冷冻货到岸华南贴水在 -25 美元/吨，周度下滑 50 美元/吨，或 200%。同时天然气到岸亚洲价格也出现较为明显下滑，据 wind 数据显示，截至 1 月 27 日，液化天然气到岸日本价格在 8.62 美元/加仑，较两周前下滑 23.89 美元/加仑。对比数据我们发现，丙烷冷冻货到岸贴水下跌幅度远高于中东丙烷 CP 掉期的下滑幅度，侧面反映了亚洲市场燃烧需求的转弱。

冬季新冠疫情反扑，国内疫情零星散发，华北、东北地区作为疫情防控重点地区，临近春节，为防止春节期间疫情散播，国家鼓励就地过年政策，交通运输等服务性消费受影响，打压春运期间汽油的旺季消费，预计汽油调油需求将受制约。据隆众资讯最新数据显示，由于原料成本下滑，烷基化、MTBE 装置利润小幅回升。截至 2021 年 1 月 21 日，山东烷基化装置除去加工成本（不含废酸处理），本周烷基化装置周均利润 29.6 元/吨，较上周上调 94.4 元/吨或 145.68%；传统混合碳四法 MTBE 装置毛利润平均值为 26 元/吨左右，较上周小幅上调。开工率方面，国内烷基化装置开工率下滑，MTBE 装置开工率走高，据隆众资讯最新数据显示，截至 2021 年 1 月 21 日，国内烷基化装置开工率为 44%，环比下滑 2 个百分点，MTBE 装置开工率为 43%，环比上涨 1.98 个百分点。

图表 4：丙烷 CP 掉期价格走势图


数据来源：金联创，广州期货

图表 5：丙烷冷冻货到岸贴水走势


数据来源：金联创，广州期货

关注 PG 月差修复机会

目前 PG 近月合约 2013 合约仍面临高仓单的制约，在高仓单、高库存，且在 Contango 结构下，跨期合约间将呈现较为明显的近弱远强格局。近月合约在当前价位，多头接货仍较为谨慎，因山东、华东地区交割厂库内充斥着低端交割品种，多头要考虑接货后的分销问题，另外也需考虑运费问题，因此需要盘面给出足够低的价格才能激发多头接货的情绪。“存在即合理”，目前盘面给出了近远月的 super contango 结构即时对当前的行情的最好解读。

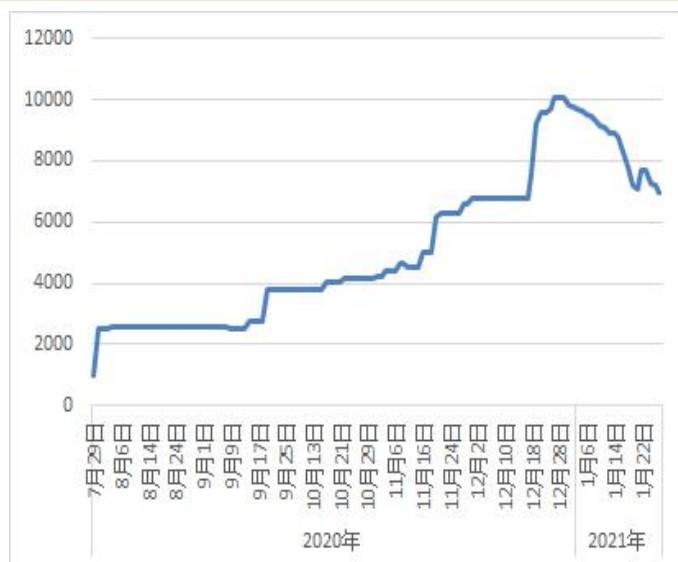
同时我们也关注，在当前的 super contango 结构下，PG 仓单已经开启了逐渐下滑趋势，截至 2021 年 1 月 28 日，PG 仓单数量在 6927 手，较 12 月底 10075 手峰值下滑了 3148 手，31.25%，在当前的仓单结构中，华东地区仓单占比在 68.1%，山东地区仓单占 27.3%，华南占剩余 4.6%。目前在山东及华东的仓单中仍有大量低端货（醚后碳四），PG 仓单数量的逐渐消化，预计当前月间的 super contango 结构将被扭转。

LPG 现货价格仍受到进口成本支撑，这也是 PG 维持高基差的原因，跟踪数据显示，

截至 2021 年 1 月 28 日，广东地区 PG 基差在 871 元/吨，周度上涨 3 元/吨。山东地区基差同样高位徘徊，截至 2021 年 1 月 28 日，山东醚后碳四价格与 PG 主力合约价差在 401 元/吨，周度上涨 173 元/吨。

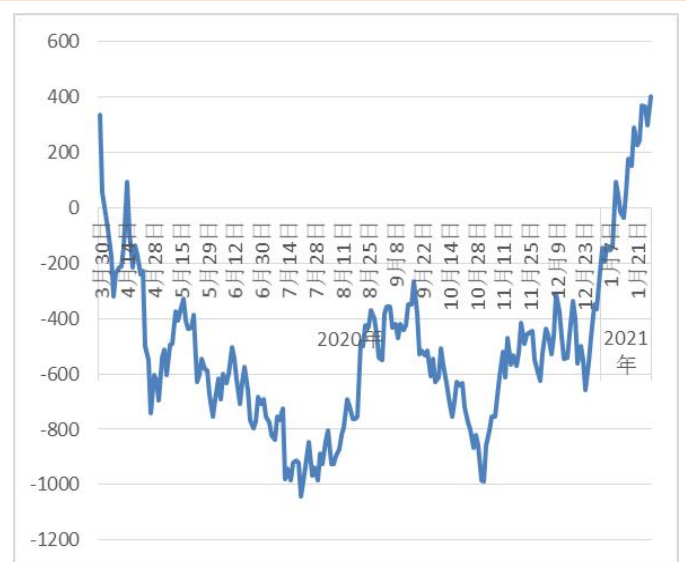
计算理论进口到岸成本，截至 2021 年 1 月 28 日，2 月丙烷 CP 纸货在 597 美元/吨水平，加上丙烷冷冻货到岸华南升贴水-25 美元/吨，计入港口操作费用，完税后丙烷到岸价格在 4315 元/吨。而目前广东码头液化气价格在 4170 元/吨位置，主力合约、次主力合约价格分别在 3305 元/吨、3608 元/吨，近月合约价格目前受到高仓单压制，而远月盘面价格远被低估。

图表 6：PG 仓单



数据来源：大商所，广州期货

图表 7：PG 山东基差



数据来源：Wind，广州期货

观点总结：液化石油气供需基本面有所转弱，气温转暖，亚洲天然气以及丙烷冷冻货到岸贴水均大幅下滑。国产气供应维持充裕状态，华南、华东码头进口到港量近两周较为集中。受到天气转暖、国内疫情防控力度加强，民用燃烧需求以及成品油调油需求受影响。短期来看，PG 近月合约面临仓单注销压力，而受到山东醚四成本端支撑，PG 远期合约仍存在估值修复预期。待高仓单逐渐消化后，需关注 PG 正向套利机会。

研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的优秀分析师，具有齐全的期货投询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致顺延。

我们将积极依托股东单位一越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：研究创造价值，深入带来远见

联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803A

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。