

LPG：底部支撑较强，持续关注多 PG 空原油策略

——李祖智 投资咨询号：Z0016599

国投安信期货研究院

2022 年 9 月 15 日

今年与过去相比，LPG 行情有两大特点。其一是期现价差较过去波动幅度大大减小，且总体在小幅贴水至平水的区间运行；其二是与原油比价过去更为明显保持平稳，但近一两个月开始有所转向。

从长期来看，今年在走势上出现以上两大变化的背景，是自 2020 年以来，LPG 持续逆季节性趋势上涨之后，受制于其化工消费占比提高，刚需性质和季节性下滑，导致其达到了一个绝对高点；此外今年的能源品种上涨，在前两年的供需错配因素以外，还新增了地缘政治风险的缘故，而 LPG 在这一过程中相对受影响较小。因此 LPG 在去年年末就已有宽平衡迹象，上行乏力后，今年的价格更多表现为受油气价格的带动而跟涨。随着三季度进入尾声，国内市场受中秋、国庆假期影响，三级站补库情绪增强，气温推动燃气消费回暖，市场基本面韧性有望增强。而从目前的油气市场大趋势和 LPG 自身基本面变化来看，我们认为后续盘面会呈现更明显底部支撑的行情，值得关注在原油走弱过程中，LPG 相对抗跌，带来的多 PG 空原油的策略机会。

图 1：LPG 主连与布伦特价格走势

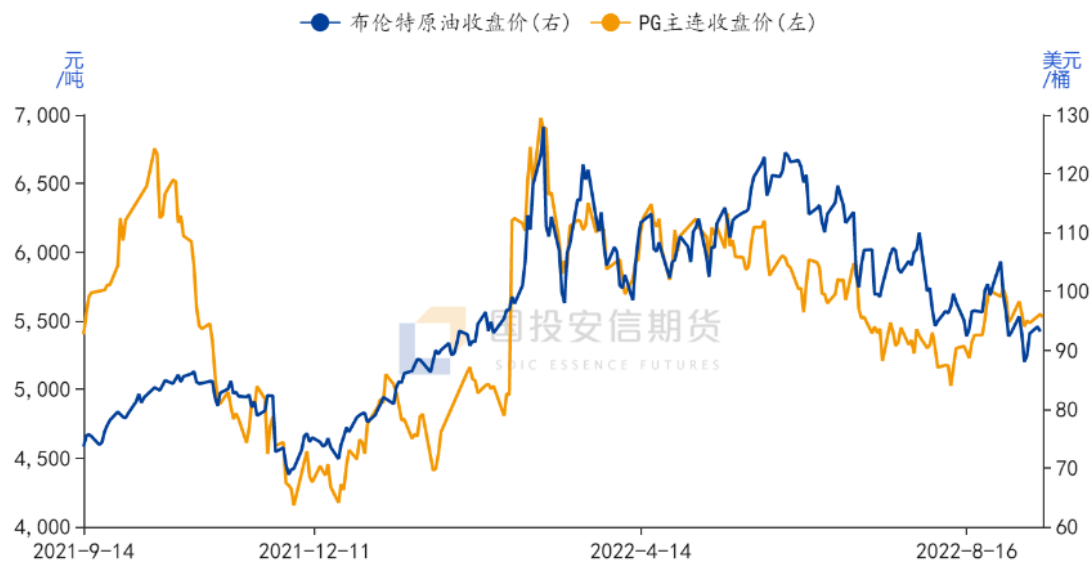
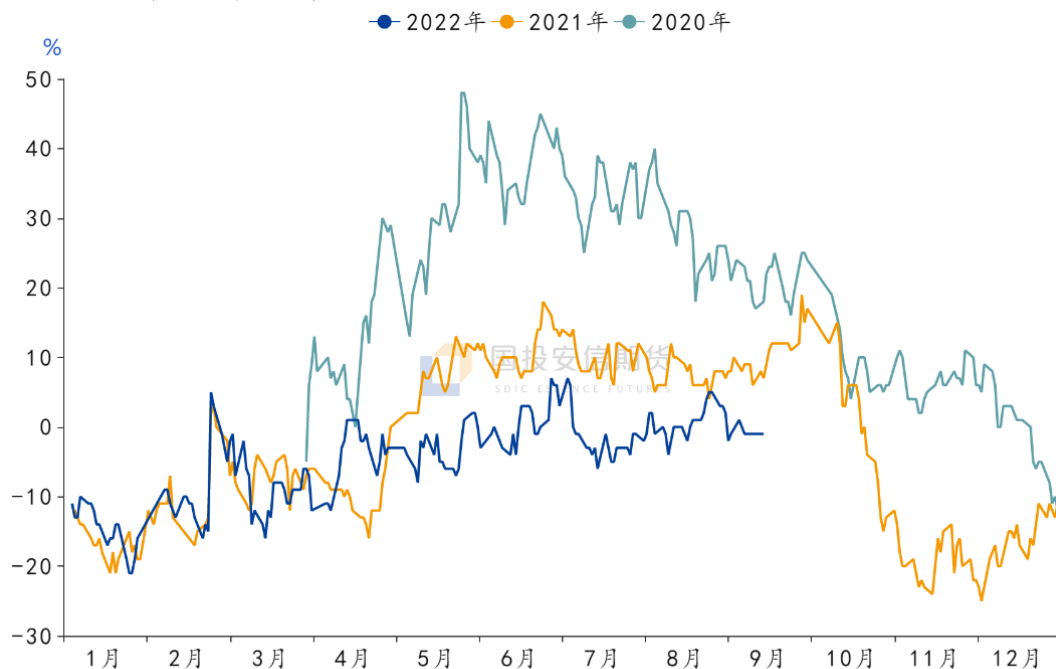


图 2: LPG 对广州市场价升贴水率



数据来源: wind

供应端中进口气是我国主要调节量，2021 年国内进口依存度已上升至 47%左右，同时由于国产气属于炼油副产品，其供应量受 LPG 自身基本面影响较小，因此进口气对于价格边际调节作用不断放大。今年以来我国 LPG 在冬季结束后进口量再度环比不断提升，6 月口量达到了一个历史高位，为 243 万吨，同比增长 4.93%，之后 7 月环比虽仍有下滑，但仍同比增长 4.06，较之 1-5 月进口量 3.35%的同比增速有较明显的增量。夏季出现进口量回升的主要原因，是在一季度有较多 PDH 项目的投产，二季度后逐步开始提升负荷，增加

了进口丙烷消费量。2022 年若按计划 625 万吨装置后，今年年末会使得我国 PDH 产能达到 1568 万吨/年。目前我国在产 PDH 项目产能约为 1148 万吨/年，仍有近 500 万吨/年的装置计划于年末投产。因此尽管在持续低利润下我国 PDH 开工率下滑至 60%，但大量的投产使得短期内进口气消费仍然保持坚挺。

PDH 的核心下游是制 PP，因此 PDH 作为竞争对手的工艺路线主要有油头的乙烯裂解和煤头的 CTO，今年以来 PDH 路线的成本虽然处于相对高位水平，而 PP 需求受国内消费弱势影响，总体偏低，可以看到各路线均维持小幅至严重亏损。在这之中 PDH 的盈利水平基本维持在中性，而其中与原油联动性更强的乙烯裂解盈利能力更是整体弱于 PDH，因此其他路线对 PDH 需求的挤占能力在后市也较为有限。

图 3：PDH 开工率走势

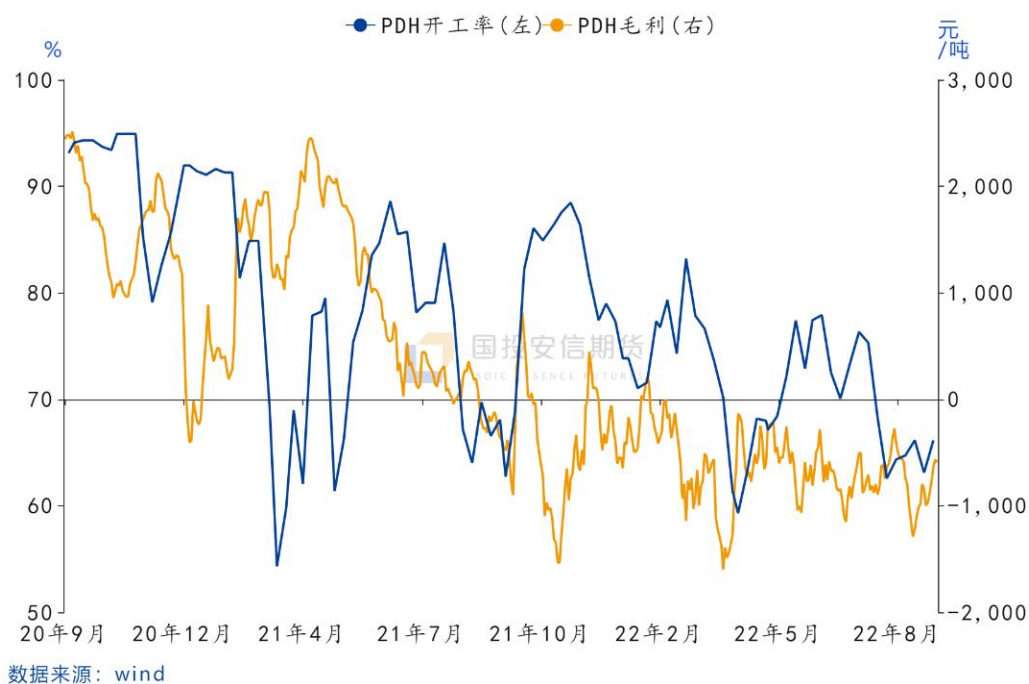
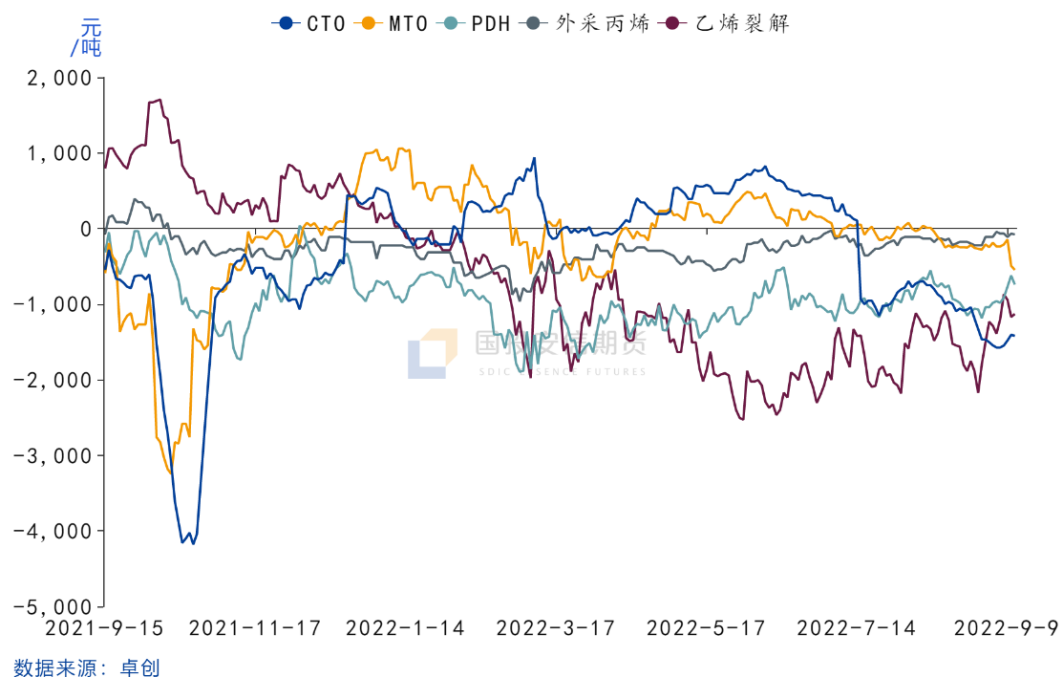


图 4：不同路线制 PP 毛利变化



另一方面，由于国内成品油需求良好，今年添加剂价格基本维持在疫情以来偏高水平，添加剂路线利润基本维持在疫情前情况。受此影响，国内醚后碳四销售无忧，醚后碳四-民用气价差自二季度来不断走高，达到了历史高位水平，受民用气和进口气下调的影响较小，价格持续高位横盘。过去几年中由于淡旺季切换时醚后碳四溢价较低，因此在年末醚后碳四涌入民燃市场，限制民用气价格上涨，也增加了盘面对交割品不确定性，加剧了期现贴水。目前淡季已近尾声，而四季度国内外炼化利润预期较好，高醚后碳四溢价维持可能性较高，大大降低了后市利空可能。

总体来看，尽管美国丙烷受天然气增产而增供强势，使得北美价格持续走弱，进口成本对市场支撑效果较小，但国产气端今年相对维持平衡，而消化进口气的 PDH 目前或度过年内利空压力最大的阶段，四季度一些新项目的计划投产，更会带来一定需求增量。在自身基本面发生明显恶化可能性较小的同时，PG 对原油比价已经走到了历史的极低位。PG 在当前绝对高价下会对原油价格跟随性较强，单独的多头策略或面临较大风险，盘面也缺乏走对现货升水的驱动。但是后市在原油受国际需求偏弱或地缘危机缓解而价格回落过程中，LPG 因其冬季旺季刚需的支撑和目前中性估值下呈现的较好价格韧性，我们认为会出现进行多

PG 空原油策略的空间。

此外考虑到明年 3 月后 LPG 仓单最长有效期将缩短为半年，导致盘面会分别更锚定淡季价格和旺季价格，未来进入主力的 23 年合约会受交割压力更大，近月相对偏强，后续也可关注正套策略。

图 5：醚后碳四-民用气价差

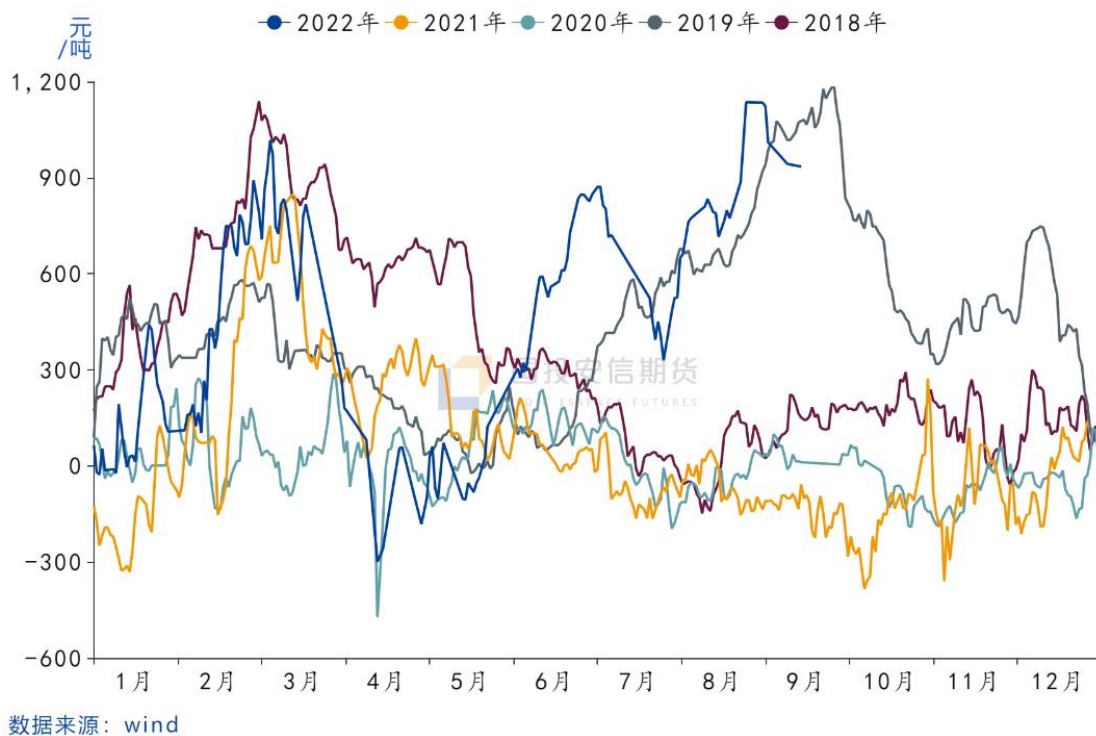
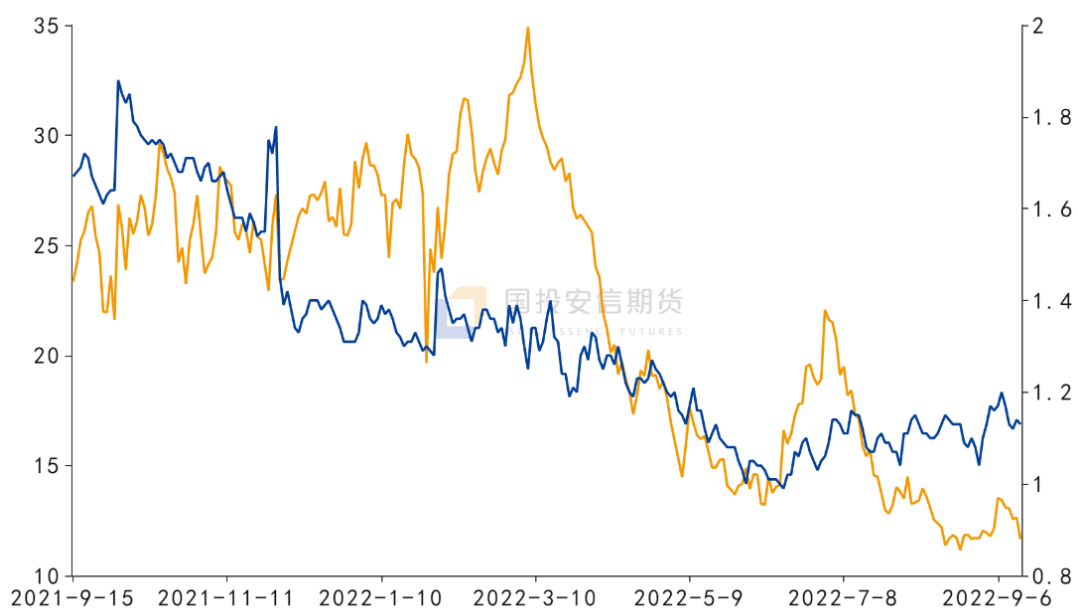


图 6：美丙烷对油、气比价

● 美丙烷/布伦特(右) ● 美丙烷/美天然气(左)



数据来源: bloomberg,wind

免责声明

本文由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。

文章根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证文章所述信息的准确性和完整性。

本文不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。

国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。

对于本文所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本文版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。

如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本文进行有悖原意的引用、删节和修改。

国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。