

热点报告——液化石油气

巴拿马检修影响有限，运费中期预计上行

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

液化石油气：震荡

报告日期:

2024年5月13日

★巴拿马旧闸检修影响下拍卖费阶段性飙升，影响预计有限

近期受到巴拿马运河于5月7日-14日旧闸检修日通行量下降的影响，因担心运河拥堵或导致的到货延迟，部分VLGC赶货期选择高价竞拍船位通过，5月5日新闸船位拍卖成交价开始突破100万美金，12日成交价超180万，VLGC运费持续震荡上行至5月10日141美元/吨的水平。

根据通行数据来看，集装箱船受检修的影响较VLGC更大，拥堵数据显示VLGC通行受到的实际影响相对有限，当前高昂的拍卖费大概率是由检修引起的阶段性走高，预计检修结束后伴随旧闸日通行量增加、拥堵缓解，拍卖费将回落。

★警惕集装箱船回归可能给VLGC运费带来的中期上行风险

虽然极端天气对VLGC运费的扰动预计消退，除基本面外，今年后续需要重点关注检修后集装箱船、LNG船的回归是否会对VLGC的通行造成挤出从而抬高运费。

预计中期来看6-8月集装箱船、VLGC经巴拿马运河的通行量均将震荡走高，在6月新闸仅新增一个日通行船位的背景下，需持续关注后续二者通行量实际的增加节奏和巴拿马运河是否出现持续性拥堵、船舶绕行情况，警惕运费上行风险。

★投资建议

整体来看，预计本次巴拿马通行拍卖费的阶段性上涨大概率将在5月14日巴拿马旧闸检修完成后结束并回落，影响较为有限；值得后续持续关注的是在集装箱船、VLGC中期（6-8月）经巴拿马运量均预计增长的情况下，由于集装箱船的回归和优先通行可能给VLGC运费带来的上行风险，或给FEI价格提供成本端支撑。

★风险提示

加通湖水位上涨不及预期，集装箱船增量超预期。

安紫薇 资深分析师（能源与碳中和）

从业资格号：F3020291

投资咨询号：Z0013475

Tel: 8621-63325888-1593

Email: ziwei.an@orientfutures.com

联系人:

欧阳瑞琳 高级分析师(液化石油气)

从业资格号：F03125150

Tel: 8621-63325888

Email: ruilin.ouyang@orientfutures.com

主力合约行情走势图（LPG）



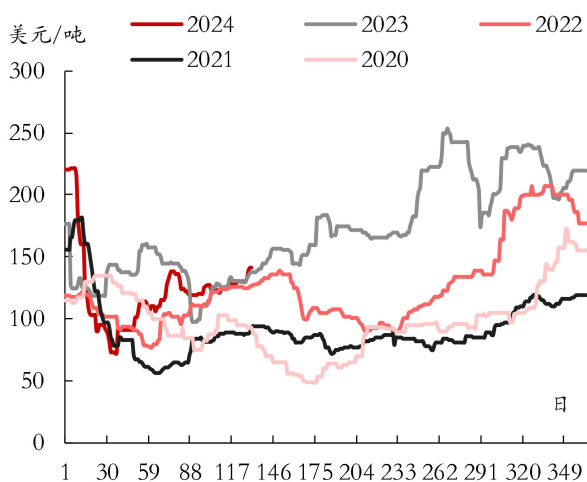
重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、巴拿马旧闸检修影响下通行拍卖费阶段性飙升，影响预计有限

近日巴拿马运河通行拍卖成交价再度飙升引发市场关注。巴拿马运河通行权可通过排队和拍卖两种方法取得，由于LPG运输船通行排序在集装箱船、LNG船之后，急于通过的VLGC往往通过拍卖获取新闻通行权。新闻通行权起拍价为10万美金，在货物流转情况良好、运河通行不拥堵的情境下，成交价大致处于30-60万美金左右的水平。近期受到巴拿马运河于5月7日-14日旧闸检修日通行量下降的影响，因担心运河拥堵或导致的到货延迟，部分VLGC赶货期选择高价竞拍通过，5月5日开始拍卖成交价开始突破100万美金，5月7日成交价达到170万美金，12日成交价超180万。在拍卖价飙升的同时，近期美湾-远东VLGC运费持续震荡上行，目前已自24年1月末72美元/吨的低位上行至5月10日141美元/吨的水平，高于去年同期水平。此外，远东到岸贴水也在近期运河事件扰动下美国货卖家担心到货延迟报盘谨慎和远东丙烷化工需求增加的共同影响下显著上行，5月7日华南丙烷冷冻货到岸贴水由59美元/吨跳涨至71美金并继续走高。

图表1：美国墨西哥湾-远东运费：经巴拿马



资料来源：隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表2：华南丙烷冷冻货到岸贴水



资料来源：Wind, 东证衍生品研究院

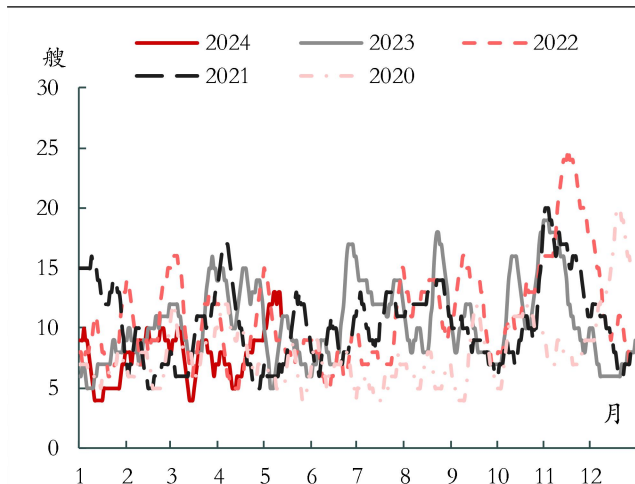
从通行数据来看，由于检修针对旧闸，VLGC主要经新闻通行，所以集装箱船（特别是5000-8000TEU的集装箱船）受到的影响更大。克拉克森的拥堵指数显示，巴拿马运河集装箱船的等待量自5月4日开始显著增加，11日的7日移动平均等待条数一度上涨至30艘，远高于往年同期水平；VLGC运输船等待量5月也有上涨，但幅度有限，仅由4月底9艘的水平增至13艘左右。

去年受厄尔尼诺天气的影响，持续的干旱高温导致加通湖水位2023年急剧下滑，下半年加通湖水位持续处于过去20年最低水平以下，影响到了船舶的正常通行，ACP（巴拿马运河管理局）出台了相应的阶梯形通行限制措施。因此，在运河通行拥堵和部分船舶选

择绕航的情境下，2023 年四季度巴拿马运河 VLGC 的通行量持续下行。进入 2024 年，巴拿马运河 VLGC 通行量整体呈现上行态势，近期加通湖水位回升且预计 5 月巴拿马地区降雨带动水位情况继续好转，ACP 计划本次检修结束后旧闸日通行量将由 20 艘提升至 24 艘，后续 6 月 1 日起新闸日通行量也将由当前的 7 艘增至 8 艘，由此看来，**极端天气对运费产生的扰动预计后续将进一步消退，不会是今年对运费造成影响的核心因素。**

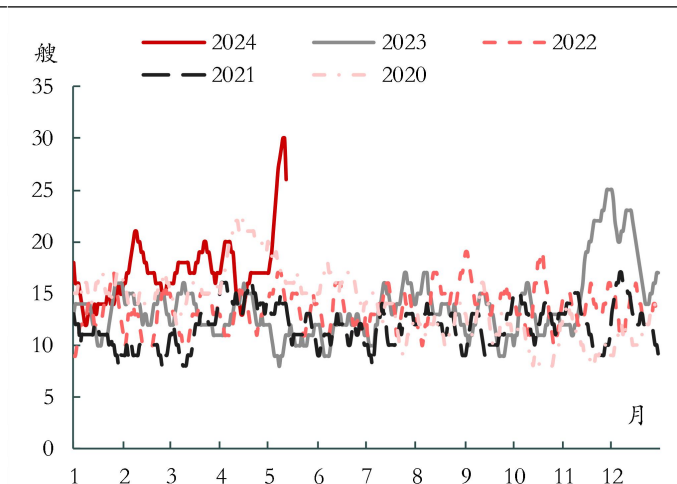
根据以上分析，当前高昂的拍卖费大概率是由旧闸检修引起的阶段性走高，且根据拥堵数据来看 VLGC 通行受到的实际影响相对有限，预计 14 日检修结束后伴随旧闸日通行量增加、拥堵缓解，拍卖费将回落，影响较为有限。

图表 3: VLGC 巴拿马运河等待量 (7dma)



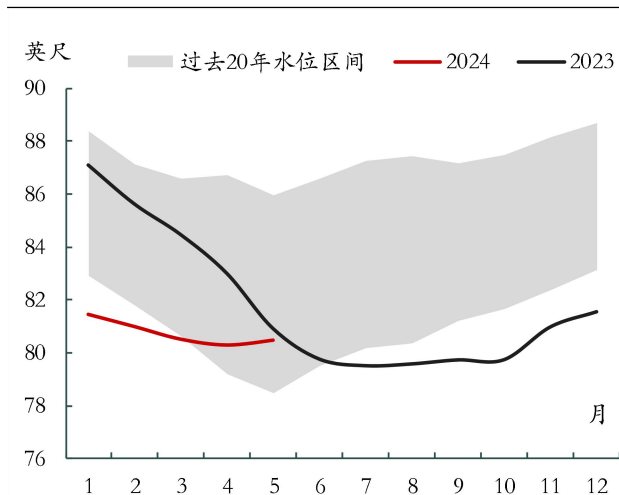
资料来源：Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 4: 集装箱船巴拿马运河等待量 (7dma)



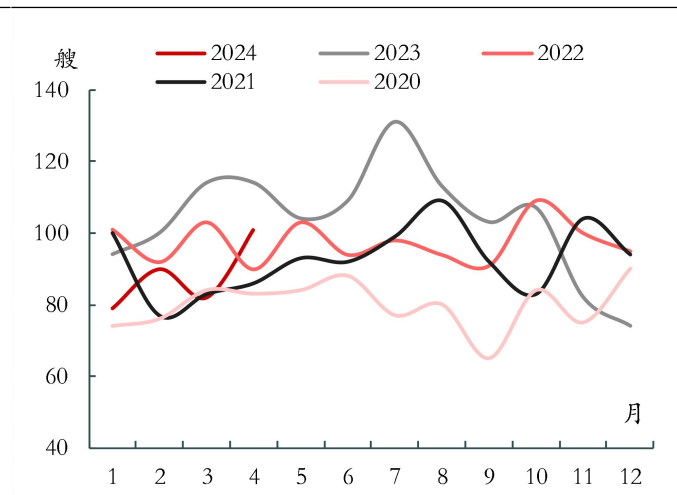
资料来源：Clarksons, 东证衍生品研究院

图表 5: 加通湖水位季节性



资料来源：ACP, 东证衍生品研究院

图表 6: 巴拿马运河 VLGC 通行量



资料来源：Clarksons, 东证衍生品研究院

2、警惕集装箱船回归对 VLGC 运费可能造成的中期上行风险

虽然极端天气对 VLGC 运费的扰动预计消退，除基本面外，今年后续需要重点关注检修后集装箱船、LNG 船的回归是否会对 VLGC 的通行造成挤出从而抬高中期运费水平。

根据 ACP 官网公告，新闸通行规则如下方图表 7 所示。巴拿马运河通行船位分配除客货船以外分为四个阶段，其中 Period1-2（实际通行日前 90-8 天）为预约制，Period 3 为拍卖制，在通行规则中集装箱享有优先通行权，Period 1 中的两个通行位次仅面向集装箱船开放，且在后续预约中均享有优先权，LPG 船在预约阶段排序上位于集装箱、LNG 船之后。在拍卖阶段（实际通行日前 7-2 天），船位由出价最高者拍的，由于货值高，集装箱船能承受比 VLGC 更高的拍卖费。因此，**若集装箱船、LNG 船经巴拿马运河的通行量出现显著增长会增加 VLGC 获得通行船位的难度**，导致船舶等待时间增加、选择提高拍卖出价获得通行船位/选择绕行，造成到货周期延长/运费走高。

从经济性上来看，根据克拉克森的测算，在航速为 15.5 节的情境下，美湾-远东航线的 VLGC 若绕行好望角将较通过巴拿马运河的燃油成本高约 77 万美金，考虑到当前约 5.7 万美金/天的期租租金水平，**当通行拍卖成交价持续高于 140 万美金的时候或有船舶开始考虑绕行**。

图表 7：新闸通行船位分配规则

	Period 1 (90-30 天)	Period1.A (30-15 天)	Period 2 (14-8 天)	Period 3 (7-2 天)
通行船位数	2	2	2	1
船位分配规则	仅面向集装箱船	集装箱船优先； 之后按客户优先级 受理 LNG、LPG 以及汽车船	同 1A	所有船位由拍卖出价 最高者拍得

资料来源：ACP，*前一阶段中未分配完的船位顺延至下一阶段，东证衍生品研究院

图表 8：美湾-远东 VLGC 燃油成本

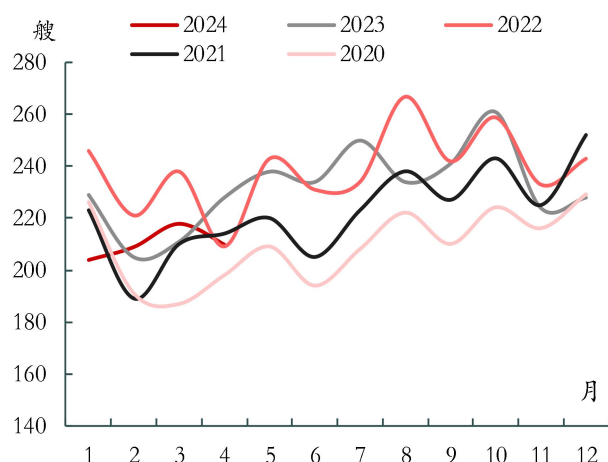
路线	运距(海里)	航行天数	燃油成本	每吨货物额外增加的燃油成本
经巴拿马运河	9,400	27	67 万美金	
经苏伊士运河	14,770 (+57%)	42	106 万美金	+8 美金/吨
经好望角	15,910 (+62%)	45	114 万美金	+10 美金/吨

资料来源：Clarksons，基于休斯顿-千叶航线（航速 15.5 节），东证衍生品研究院

中期货量方面，集装箱船经巴拿马运河的通行量预计未来几个月将出现增长。首先季节性来看，5-9月旺季通行往往走高，另外由于通行限制的放宽，马士基4月初宣布自5月10日起在OC1航线上恢复巴拿马运河过境。由于集装箱船的回归预计将是相对有序的，增量大概率不会出现突发性的走高。

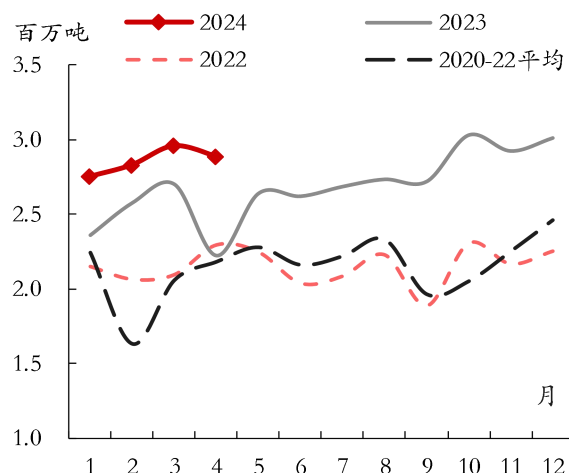
LPG 货量方面，从美国-远东月度出口量的季节性走势可以看出6-8月由于燃烧需求转淡，远东化工进料需求会在绝对价格低位时走强并补库，因此货量往往高于4-5月表现。当前国内丙烷化工需求出现边际转强迹象：PDH周度开工率已由4月不足60%的低水平上涨至5月10日当周的73.88%、装置毛利持续好转、振华、金能二期两套装置投产在即，中国进口商采购积极性近期提升，预计后续贸易量存在进一步走强可能，或带动6-8月美湾-远东航线上VLGC通行量走高。因此在集装箱船、VLGC通行量均预期增加且6月新闻仅新增一个日通行船位的背景下，中期需持续关注后续二者通行量实际增加节奏和巴拿马运河是否出现持续性拥堵、船舶绕行情况，警惕运费上行风险。

图表9：巴拿马运河集装箱船通行量



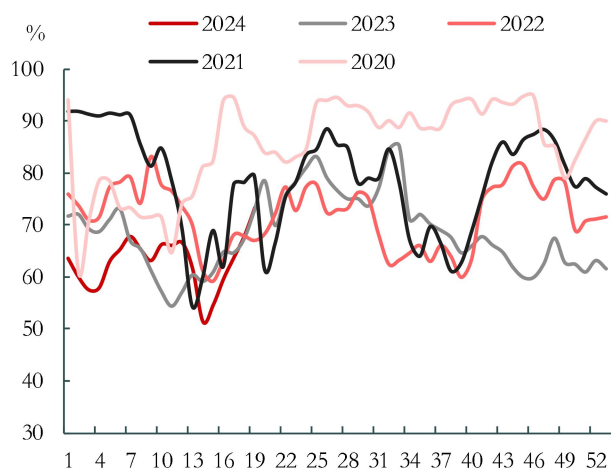
资料来源：Clarksons, 东证衍生品研究院

图表10：美国-远东LPG出口量



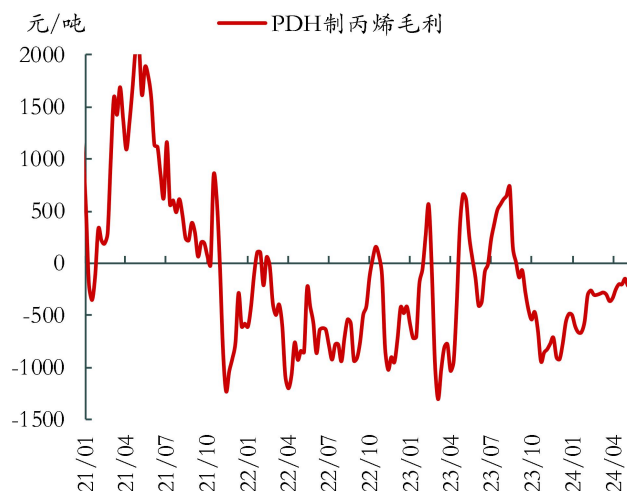
资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

图表 11: 中国 PDH 周度装置开工率



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 12: 中国 PDH 装置制丙烯毛利



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

3、投资建议

整体来看, 预计本次巴拿马通行拍卖费的阶段性上涨大概率将在 5 月 14 日巴拿马旧闸检修完成后结束并回落, 影响较为有限; 值得后续持续关注的是在集装箱船、VLGC 中期 (6-8 月) 经巴拿马运量均预计增长的情况下, 由于集装箱船的回归和优先通行可能给 VLGC 运费带来的上行风险, 或给 FEI 价格提供成本端支撑。

4、风险提示

加通湖水位上涨不及预期, 集装箱船增量超预期。

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。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、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、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，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。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

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。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com