

LPG：价格回落趋势持续，关注化工利润修复推动市场再平衡

——李祖智 投资咨询号：Z0016599

国投安信期货研究院

2023 年 2 月 15 日

自春节前夕至今，LPG 期现货都走出了一个尖锐的倒 V 字行情，反映了目前 LPG 市场在国内经济复苏预期和国内化工项目相对过剩之间的矛盾，而临近仓单到期的 3 月，交割压力叠加下使得盘面在偏低估值下维持较弱走势。

2022 年以来，国内消费弱势使得丙烯下游近 70% 以上的 PP 持续走弱，而国内的 PDH 项目在 2022 年仍处于持续投产的阶段，因此 PDH 路线供需双弱，全年开工率中枢较过去继续下滑。在这一背景下，22 年年末由于北美偏暖其抑制其内需，海外市场旺季持续回落，使得依赖进口货源的 PDH 利润得到明显修复。进入 2023 年，国内消费出现复苏苗头，在元旦、春节两个商用燃气消费旺季下终端开始积极备货，炼厂节前排库效果较好，国产气价格开始连续拉涨。另一方面，在国内 PDH 厂商计划于春节假期后陆续检修结束，一季度有 5 套总产能达 285 万吨 PDH 装置计划投产，国内厂商开始在外盘备货采购，受此刺激国际市场激烈拉涨，2 月 CP 出台丙烷环比上涨达 200 美元/吨，创近年单月涨幅之首。

在国内消费复苏预期落实过程中，我们看到持续低位的化工需求出现复苏后即受到上游较强压力，但终端丙烯则受限于消费复苏水平目前仍较为有限，对于成本压力传导较差，本次暴涨中丙烯端价格几乎无明显反应，而 PDH 盈利水平持续维持在历史新低。上周浙江华鸿、金发科技、齐翔腾达和山东天弘四家共 220 万吨/年装置新增检修计划，在近日至 3 月初陆续停工，同时部分在产 PDH 装置降负运行。去年由于盈利压力较大，PDH 开工率中枢已较同期连续回落，但节奏上如此迅速回落仍较为少见。出现这一情况的原因第一是一季度投产计划使得国内 PDH 开工率有所下滑但总消费量仍然不低，厂商之间竞争强度提升，价格压力向下游传导受挫后业内降负运行达成共识；第二是由于此前阿联酋、沙特计划码头检

修带来客观的货源紧缺，1 月和 2 月国内进口船期较同期分别下降 14.8%和 2.9%，贸易商捂盘惜售短期难改。

图 1：PDH 毛利走势

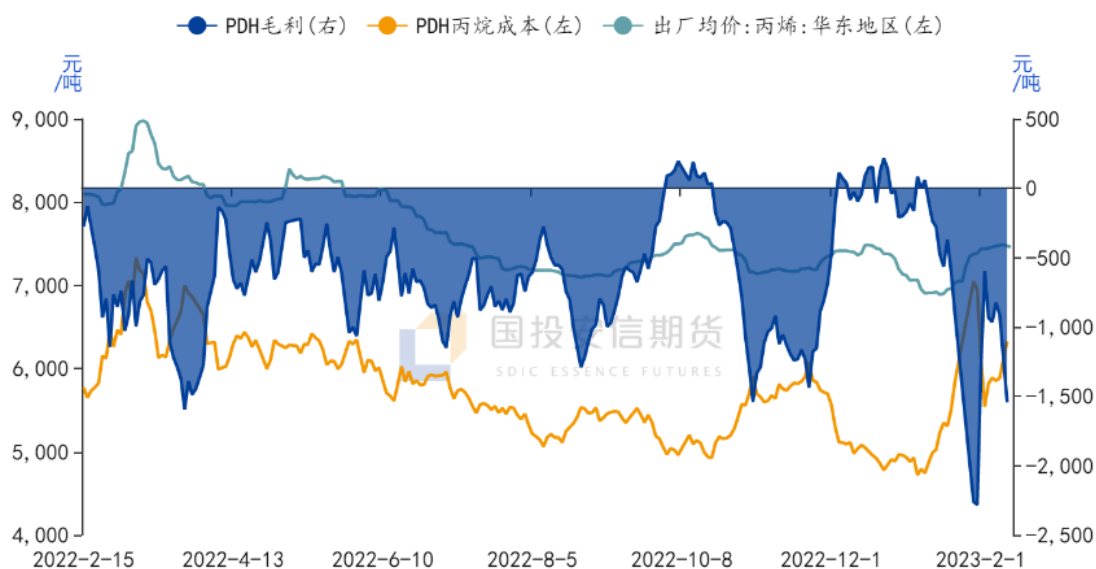
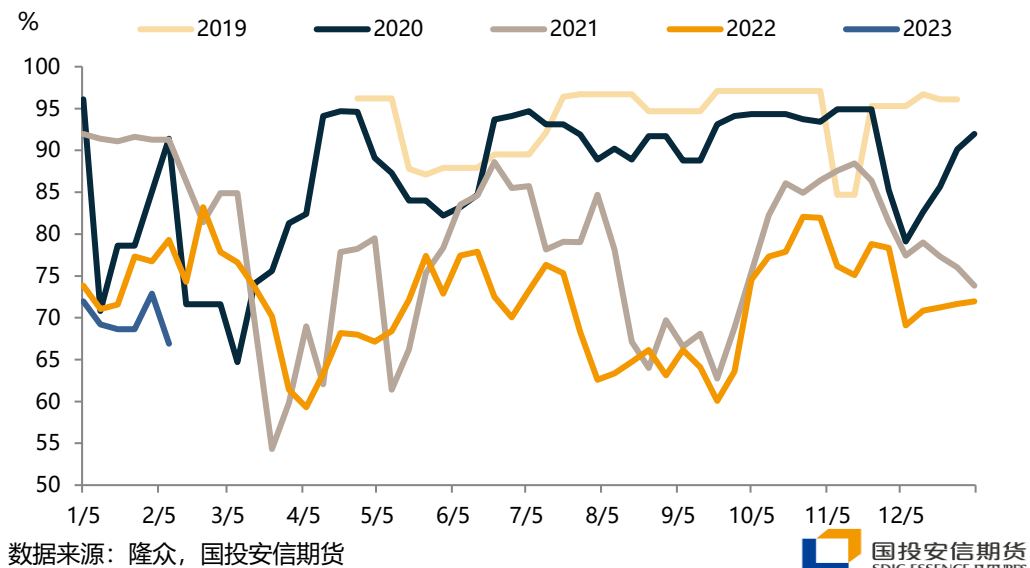


图 2：PDH 开工率变化



因此尽管燃气消费和添加剂端化工需求总体稳健，以此为主要用途的国产气价格因而相对偏强，回调幅度较小。但 PDH 端的弱势由于向终端传导价格压力较为困难，其利润修复过程主要通过向海外市场逐步传导压低成本端为主。由于 PG03 合约面临仓单到期问题，其

逻辑上受当前市场影响较大，04 合约相对有转抛空间，能反映市场对于整个淡季的预期。

由于 PG 仓单转现货后销售上的困难，过去 3-4 价差会在临近交割期前持续走弱以不断吸引有处理现货能力的买方入市，然后这一过程中不断消化累积仓单最终使得盘面主力合约期现价差得到回归。

今年交割季的 3-4 价差走势较过去略有不同。年初时由于此前市场对于国内疫情放开后消费复苏节奏存疑，将期现价差持续压缩在极低水平，这一对短期行情的保守预期在 1 月的修正使得 3-4 价差走势与过去相反，持续走强，直至近日盘面大跌才转而回落。因此从基本面驱动上还需 PDH 维持低开工率以将成本压力给传导到国际市场，而期现关系上近期新增注册仓单、和 03 合约走弱速度偏慢使得吸引买方接货托盘仍需时日，两者共同压制下盘面将会维持震荡偏弱。但由于目前期现价差处于历史低位，而除 PDH 外下游领域维持坚挺，终端消化交割货源能力尚可。当前盘面下行驱动开始随着偏低估值出现修复迹象，盘面继续下行空间相对有限，而 PDH 盈利能力是其核心推手，因此盘面短期考虑多 PP 空 PG 策略交易国内 PG 市场逐步走向再平衡的过程。

图 3：LPG3-4 价差

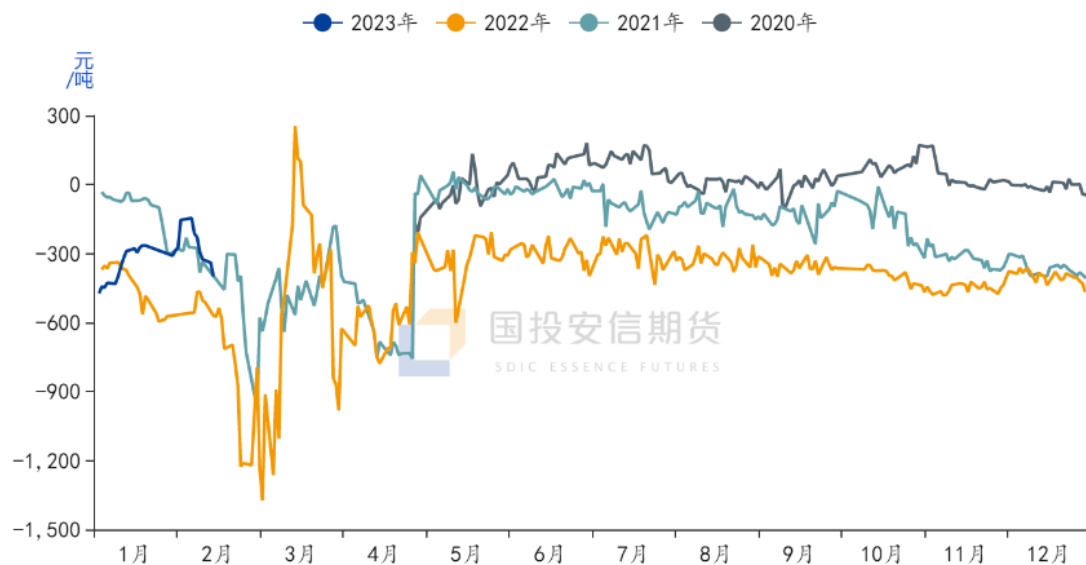


图 4: LPG 期现价差走势



数据来源: wind, 国投安信期货

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。