

能化部

## 策略推荐：逢高做空 PDH 利润

### 摘要

近期海外金融风险持续发酵带动原油价格大幅下行，叠加四月中东供应回归预期以及北美出口货物的增加，海外丙烷价格迅速回落，随着原料成本下移，PDH 企业利润持续修复。当前内盘 PG 锚定外盘丙烷定价，盘面 PDH 利润亦快速反弹至偏高水平。

### 免责声明

本报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做任何保证，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证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 核心逻辑

1. 中期视角看，PDH 装置依旧面临较大投产压力，供给格局不容乐观，PDH 产能相对过剩的格局或将持续。

2. 春节前后丙烷大涨致 PDH 装置亏损严重，部分装置提前进行春检，行业整体开工率大幅低于往年同期水平。而随着近期利润水平的回升，此前检修装置复产，补货需求逐步增加，PDH 利润将再次承压。

3. 当前海外丙烷对供给预期宽松以及燃烧需求季节性转弱的计价较为充分，FEI 相对估值不高，一旦供应端再现扰动，则丙烷或将向上修复估值。

策略：逢高做空 PDH 盘面利润（空 PP、多 PG 或外盘 FEI，用 FEI 方式参与从估值角度看更具优势）。

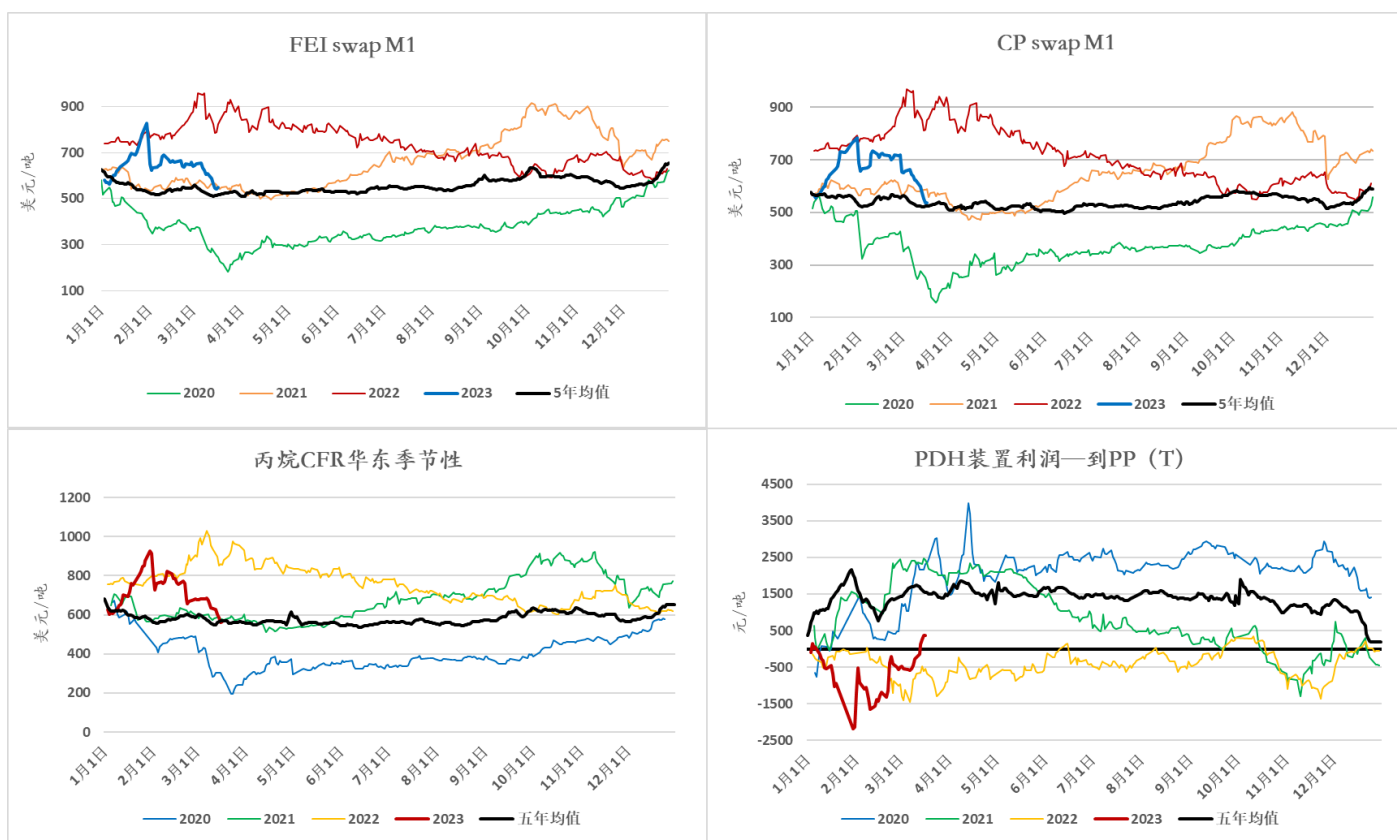
### 风险提示：

1. 海外金融风险进一步发酵导致油价持续大跌。
2. 海外丙烷供给超预期增加。
2. PP 需求超预期改善。
3. PDH 装置未按计划投产、大量意外检修或复产不及预期。

## 一、原料成本大幅下降，PDH 利润快速修复

近期由欧美银行危机引发的海外金融风险持续发酵，国际油价承压下行。此前检修的中东液化气出口装置预计三月底回归，航运问题缓解后北美至远东出口量攀升至高位，叠加燃烧淡季预期，四月后的海外丙烷价格在宏观与基本面因素共振之下大幅走弱。截至 2023 年 3 月 17 日，反映华东地区丙烷进口成本的丙烷 CFR 华东价报 565 美元/吨，环比上月跌幅逾百元。与此同时，FEI 及 CP 丙烷掉期合约价格均出现了大幅下挫。随着成本端走弱，PDH 装置利润快速修复，截至 2023 年 3 月 17 日，全国 PDH 装置的平均理论利润约为 370 元/吨左右（不含副产氢气），为近一年以来的偏高水平。

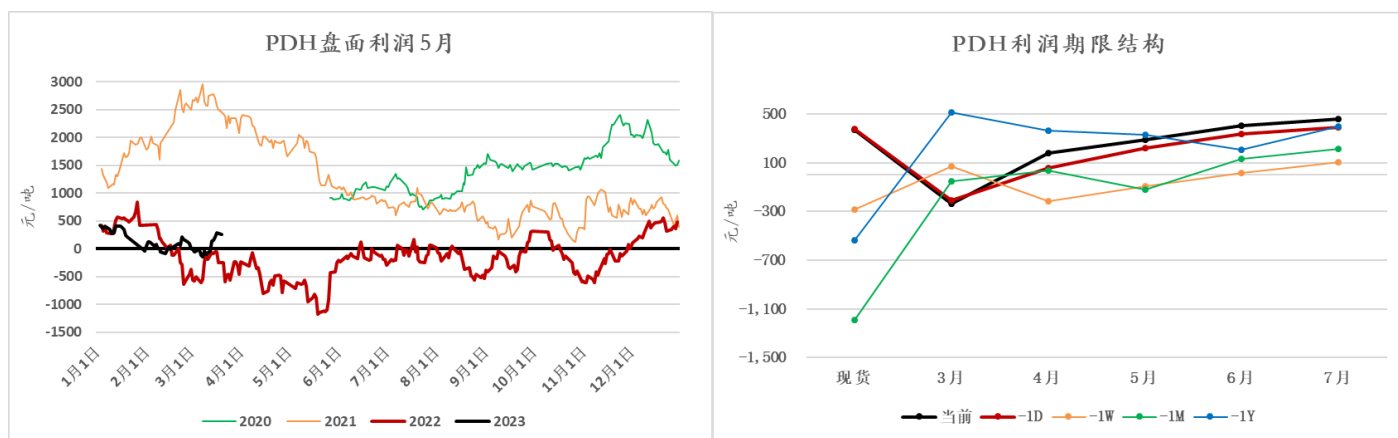
图1：丙烷进口成本及 PDH 装置利润



数据来源：隆众资讯，Bloomberg，Wind，永安期货北京研究院

从盘面角度看，C3 弱于 C4 的格局延续，当前内盘 LPG 的定价逻辑依旧为进口成本支撑，海外丙烷走弱带动盘面价格下行。在内盘锚定外盘的情况下，盘面 PDH 利润（ $PP - 1.18 \times PG - 2100$ ）出现大幅反弹，截至 2023 年 3 月 20 日，PDH 5 月盘面利润为 259 元/吨，环比上月回升 200 元/吨，同比去年回升超过 700 元/吨，PDH 盘面利润的远期曲线维持 contango 结构。

图2：PDH 盘面利润及期限结构



数据来源：Wind，永安期货北京研究院

## 二、PDH 装置投产压力仍大，供给格局不乐观

根据公开资料整理的投产计划来看，今年将仍然是我国 PDH 装置的投产大年。截至 2023 年 3 月，全国已投产 PDH 装置产能共计 1362 万吨，其中近 50% 的产能集中于华东地区。从投产时间来看，2020 年及以后投产的产能合计达到 686 万吨，占总产能的 50%。截至 2023 年底，PDH 装置拟投产产能仍达到 1350 万吨，如果均按计划投产，至今年底国内 PDH 产能将增加近一倍。考虑到 PDH 装置造价成本不菲，作为企业来说在原料成本较低，利润空间尚可的情况下及时投产，将是最优的选择。中期视角看，PDH 装置依旧面临较大投产压力，供给格局不容乐观。除非终端需求可以带来超预期的提振，否则 PDH 产能相对过剩的格局将会持续。

图3：PDH 装置已投产产能

PDH已投产产能				
地区	产能合计（万吨）	企业	产能（万吨）	投产日期
山东	335	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	70	2022.3
		山东天弘化学有限公司	45	2022.4
		山东汇丰石化集团有限公司(海益)	25	2022.8
		淄博鑫泰石化有限公司	30	2022.3
		万华化学集团股份有限公司	75	2015.8
		金能化学(青岛)有限公司	90	2021.8
华南	135	广西华谊新材料有限公司	75	2023.2
		巨正源股份有限公司	60	2019.1
华东	677	浙江石油化工有限公司	60	2020.7
		江苏斯尔邦石化有限公司	70	2022.4
		浙江卫星能源有限公司	45	2019.2
		浙江卫星能源有限公司	45	2014.9
		东华能源(宁波)新材料有限公司(福基)	66	2016.11
		东华能源(宁波)新材料有限公司(福基)	66	2021.3
		浙江绍兴三圆石化有限公司	45	2014.9
		宁波金发新材料有限公司(海越)	60	2014.9
		东华能源(张家港)新材料有限公司(扬子江)	60	2015.5
		福建美得石化有限公司	75	2021.1
		浙江华泓新材料有限公司(鸿基)	45	2020.7
		安庆市泰恒化工科技有限公司(泰发)	40	2021.12
		海伟石化有限公司	50	2016.7
		天津渤石化有限公司	60	2013.10
华中	15	濮阳市远东化工有限公司	15	2022.6
西北	30	宁夏润丰新材料科技有限公司	30	2021.9
东北	60	辽宁金发科技有限公司(宝来)	60	2022.11
总计(万吨)		1362		

数据来源：隆众资讯，永安期货北京研究院

图4：PDH 装置投产计划

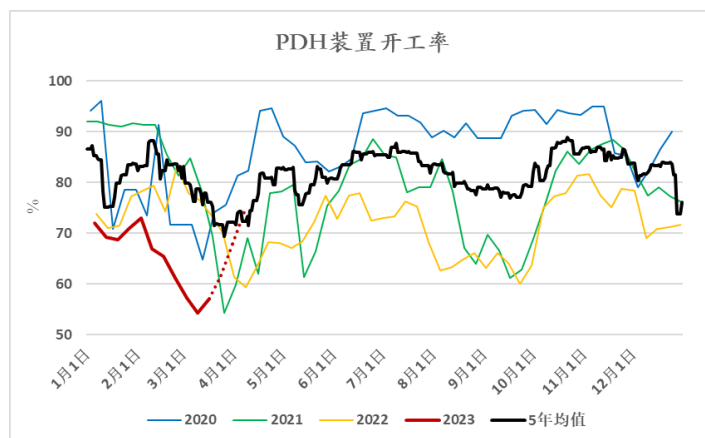
PDH拟投产计划				
地区	产能合计（万吨）	企业	产能（万吨）	计划投产日
山东	370	道恩集团有限公司	60	2023Q1
		山东滨华新材料有限公司	60	2023Q2
		金能化学（青岛）有限公司	90	2023Q4
		振华石油化工有限公司	100	2023Q1
		利华益维远化学股份有限公司	60	2023Q2
华南	126	东华能源（茂名）有限公司	66	2023Q1
		东莞巨正源科技有限公司	60	2023Q2
华东	711	江苏延长中燃化学有限公司	60	2023Q1
		浙江鸿基石化有限公司（华鸿）	45	2023Q2
		泉州国亨化学有限公司	66	2023Q3
		宁波金发新材料有限公司	60	2023Q4
		万景石化有限公司（中景）	90	2023
		福建永荣新材料有限公司	90	2023Q4
		福建美得石化有限公司	90	2023Q4
		江苏瑞恒新材料科技有限公司	60	2023Q2
		台塑工业（宁波）有限公司	60	2023Q2
		开金蓝天能源（浙江）有限公司	90	2023Q4
东北	150	锦国投（锦州）石油化工有限公司	90	2023Q1
		辽宁向辉化工科技有限公司	60	2023Q2
总计（万吨）	1357			

数据来源：隆众资讯，永安期货北京研究院

### 三、PDH 开工率触底反弹，部分装置存复产计划

春节前后丙烷大涨致 PDH 装置亏损严重，部分装置提前进行春检，且时间相对集中，行业整体开工率一度下降至 55% 之下，大幅低于往年同期水平。随着近期原料成本下降、利润水平回升，此前检修的部分装置考虑于近期复产。截至 4 月底，将有 340 万吨装置产能结束检修，且尚未有新的装置检修计划，开工率或触底反弹。据悉当前复产的 PDH 装置仍以消耗前期库存为主，对未来原料价格仍持相对悲观态度，仅少量装置考虑于近期补货。但考虑到生产连续性问题，只要 PDH 利润持续偏强，企业维持一定负荷则补货需求将逐步增加，而一旦利润大幅压缩则本策略可提前止盈。

图5：PDH 装置开工率



数据来源：隆众资讯，永安期货北京研究院

图6: PDH 装置检修统计

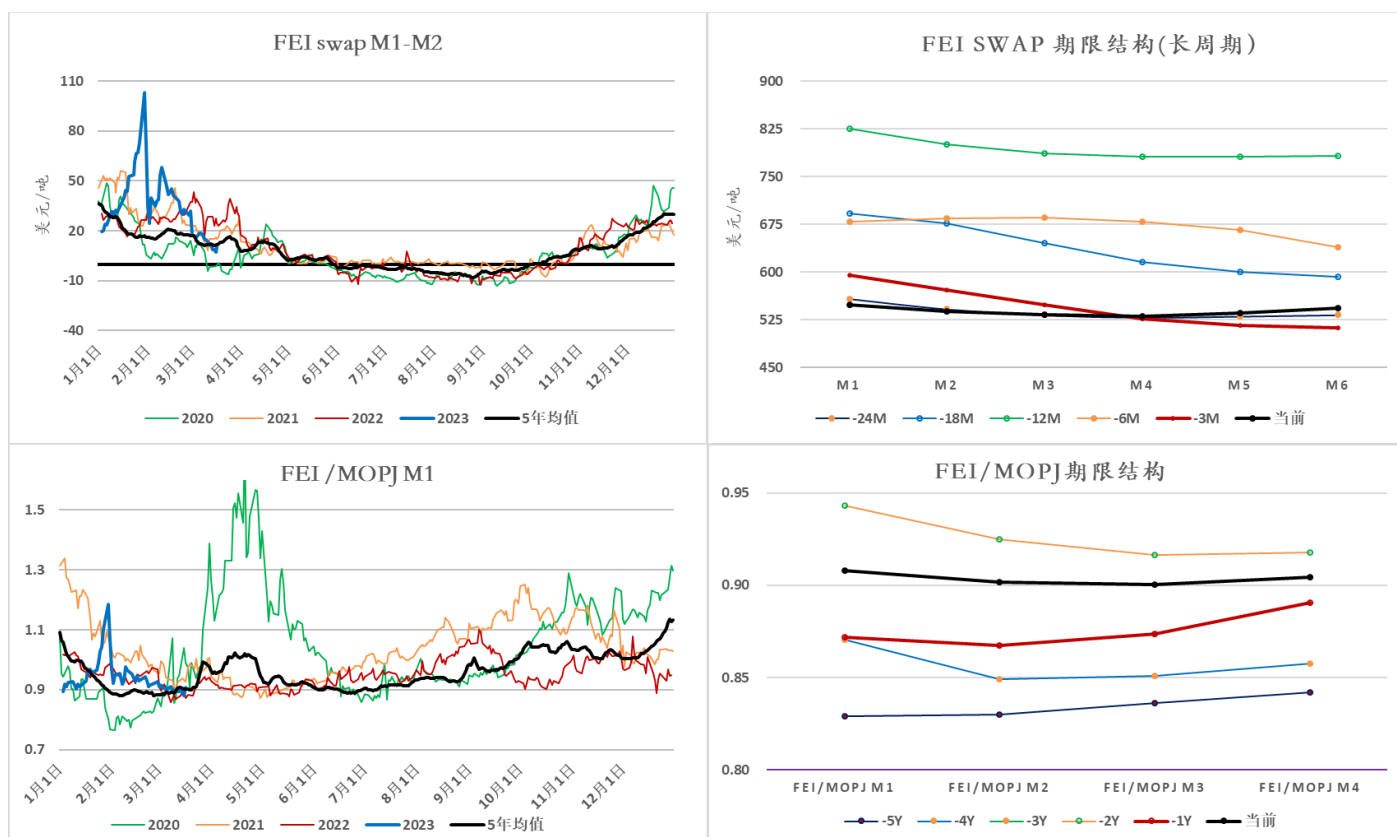
PDH装置检修统计			
企业	产能 (万吨)	开始时间	预计结束 时间
濮阳市远东化工有限公司	15	2022. 6. 27	待定
海伟集团化工贸易	50	2023. 2. 20	待定
巨正源股份有限公司	60	2023. 2. 20	2023. 3. 17
天津渤化石化有限公司	60	2023. 1. 11	3月底(推迟)
绍兴三圆石化有限公司	45	2023. 1. 6	已复产
浙江华鸿新材料有限公司	45	2023. 2. 3	3月底(推迟)
山东汇丰石化集团有限公司	25	2023. 1. 31	2023. 4 (推迟)
宁夏润丰新材料科技有限公司	30	2023. 2. 25	4月中
辽宁金发科技有限公司	60	2023. 3. 10	3月底
宁波金发科技有限公司	60	2023. 3. 10	2023. 4. 28

数据来源: 隆众资讯, 永安期货北京研究院

#### 四、海外丙烷相对估值不高, 利空交易较为充分

海外丙烷对供给预期宽松以及燃烧需求季节性转弱的计价较为充分, 体现为前端结构季节性偏弱以及 PN 价差维持在裂解替代线附近, 海外丙烷相对估值不高。海运运力紧张问题仍未完全缓解, 中东-远东、美湾-远东 LPG 运费维持偏高水平。当前北美-远东套利窗口接近关闭, 一旦航运市场再现扰动而推升运费, 将为丙烷向上修复估值提供驱动。

图7: 海外丙烷期限结构与 PN 价差



数据来源：Bloomberg，永安期货北京研究院

## 五、总结

近期海外宏观风险持续发酵叠加自身基本面预期偏弱，海外丙烷价格迅速回落，原料成本下移，PDH 企业利润迅速修复。基于：1. 中期视角下 PDH 装置依旧面临较大投产压力，供给格局不容乐观。2. 近期利润水平回升后，此前检修装置复产，开工率或触底反弹，补货需求逐步增加。3. 当前海外丙烷对供给预期宽松以及燃烧需求季节性转弱的计价较为充分，相对估值不高，一旦供应端再现扰动，将为丙烷向上修复估值提供驱动。推荐逢高做空 PDH 盘面利润，具体可通过空 PP 多 PG 或空 PP 多 FEI 的形式参与，后者从估值角度看更具优势。