

能化部

策略跟踪：逢高做空 PDH 利润开启动态止盈**摘要**

OPEC+ “预防性”减产，国际油价大涨带动液化气价格上行，下游聚丙烯跟涨乏力，PDH 利润被动走缩。根据本公众号此前推荐的逢高做空 PDH 利润策略，无论采用哪种方式参与（空 PP 多 PG 或空 PP 多外盘 FEI），当前均已产生了较为可观的收益。

当前时点盘面 PDH 利润空单可开启动态止盈，基于（1）在现实供给宽松以及需求淡季预期之下，LPG 跟随原油上行后短期缺乏进一步大涨的驱动；（2）虽然减产使得原油供需格局向好，但海外宏观扰动仍存，短期油价或面临较大不确定性；（3）下游需要一定的利润水平以确保 PDH 装置复产的正常进行以及待投产装置的落地，从而支撑燃烧淡季的 LPG 需求。

中期视角下仍然推荐逢高做空盘面 PDH 利润，核心逻辑为（1）当前 PDH 装置开工率正在逐步恢复中，且仍有大量装置预计在今年投产，基于中长期产能过剩的逻辑，PDH 装置难以持续给出高利润。

（2）当前 LPG 相对估值已经偏低，市场对 LPG 的利空因素交易已较为充分，若其相对估值被进一步压缩，那么一旦供给端出现超预期扰动，可能会为 LPG 带来估值修复行情。

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。

一、策略跟踪

本公众号于3月24日推荐策略：逢高做空PDH利润（空PP多PG或空PP多外盘FEI），截至3月23日收盘，PDH 5月盘面利润为200，截至4月7日夜盘收盘，PDH 5月盘面利润为53。策略期间PDH 5月盘面利润最高值为310，最低值为6。按照逢高做空的思路，若以3月23日收盘价建仓，无论采用空PP多PG或是空PP多外盘FEI哪种方式，持有至今均已获得了较为可观的收益。

当前时点盘面PDH利润空单可开启动态止盈，基于（1）美国丙烷库存维持高位且中东5月装船计划仍多，海外丙烷现实供给宽松，且随着天气转暖北半球即将进入燃烧淡季，LPG在本轮跟随原油上行后短期缺乏进一步大涨的驱动；（2）虽然OPEC+的协议减产使得原油供需格局向好，但海外宏观风险并未充分化解，短期油价或面临较大不确定性；（3）下游需要一定的利润水平以确保PDH装置复产的正常进行以及待投产装置的落地，从而支撑燃烧淡季的LPG需求。

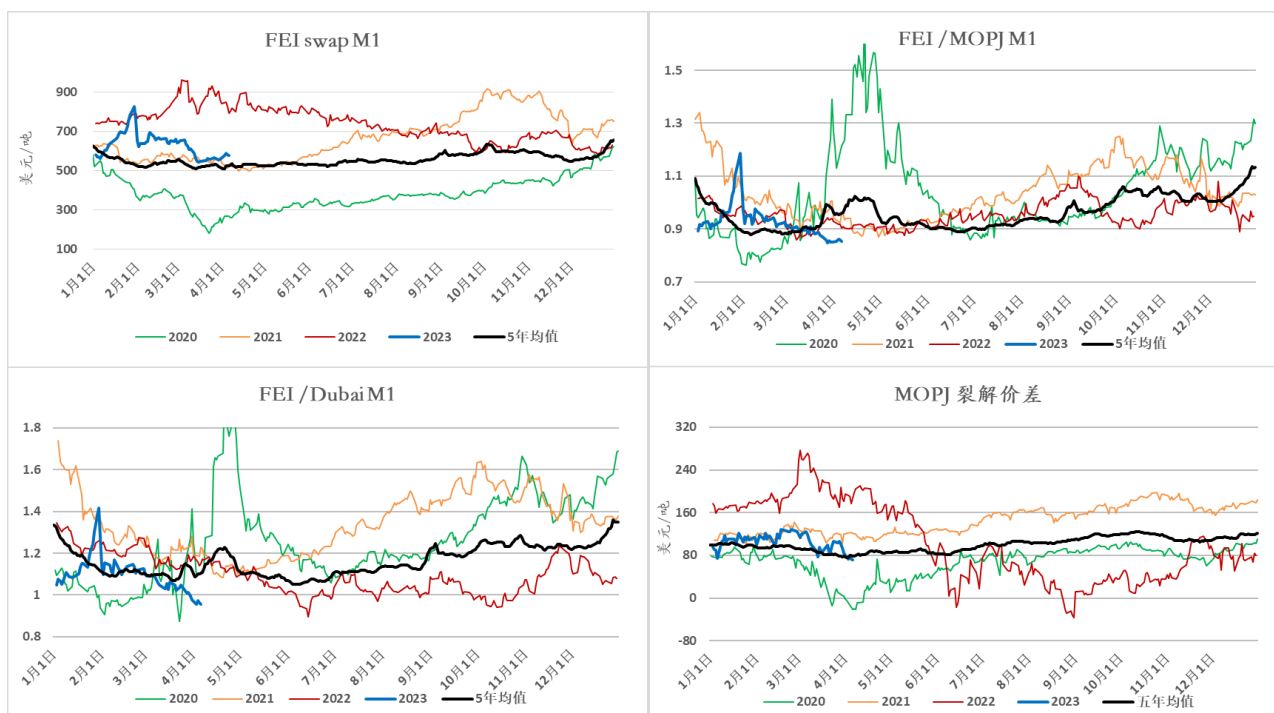
中期视角下仍然推荐逢高做空盘面PDH利润，核心逻辑为（1）目前来看当下的利润水平尚未影响到PDH企业的复产意愿，虽偶有推迟但PDH开工率仍在逐步恢复中，另外仍有大量装置预计在今年投产，基于中长期产能过剩的逻辑，PDH装置难以持续给出高利润。（2）当前LPG相对估值已经偏低，市场对LPG的利空因素交易已较为充分，若其相对估值被进一步压缩，那么一旦供给端出现超预期扰动，可能会为LPG带来估值修复行情。目前看可能出现的预期差包括OPEC+减产导致LPG出口大幅减量以及北美丙烷在即将到来的累库周期表现不及预期等。

二、估值略低，LPG缺乏大涨驱动

4月2日OPEC+宣布协议减产，随后国际油价大涨超5美元，海外丙烷跟随油价上涨然涨幅远低于原油。市场预期OPEC+本轮减产不会导致其LPG出口大幅减量，且近期部分中东供应商公布的计划显示5月装船仍多，同时美国C3库存维持季节性高位，丙烷现实供需宽松格局延续；而即将到来的燃烧淡季使得液化气需求预期乏力。弱现实+弱预期的组合之下，油气比价大幅走弱，海外丙烷相对油品估值水平偏低。截至4月7日收盘，亚洲近月丙烷与石脑油比价下降至0.85之下，低于往年平均水平以及0.9的裂解替代线。

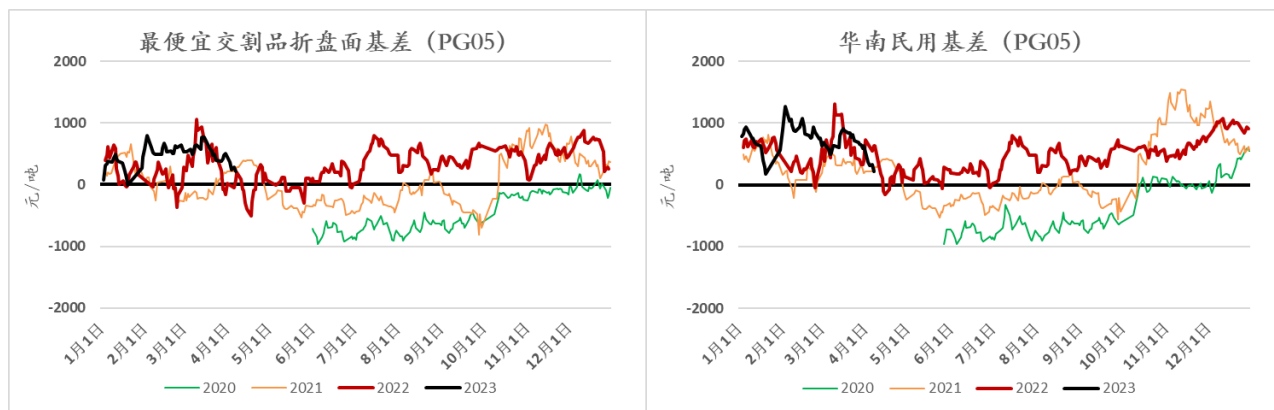
内盘LPG依旧锚定进口成本定价，本轮海外丙烷相对估值走弱通过内外价差传导至内盘盘面。另外3月以来国内到港量偏大，港口库存维持高位，港口借由近期丙烷跟涨原油以及下游集中补货的节奏积极降价出货，炼厂被动跟跌，整体现货情绪仍差。现货价格不涨反跌，基差由高位快速回落，此前高内外差及大基差的格局得到缓解。整体来看LPG低估值反映弱供需，盘面定价相对合理，向上修复估值缺乏驱动。

图1：海外丙烷价格及油气比价



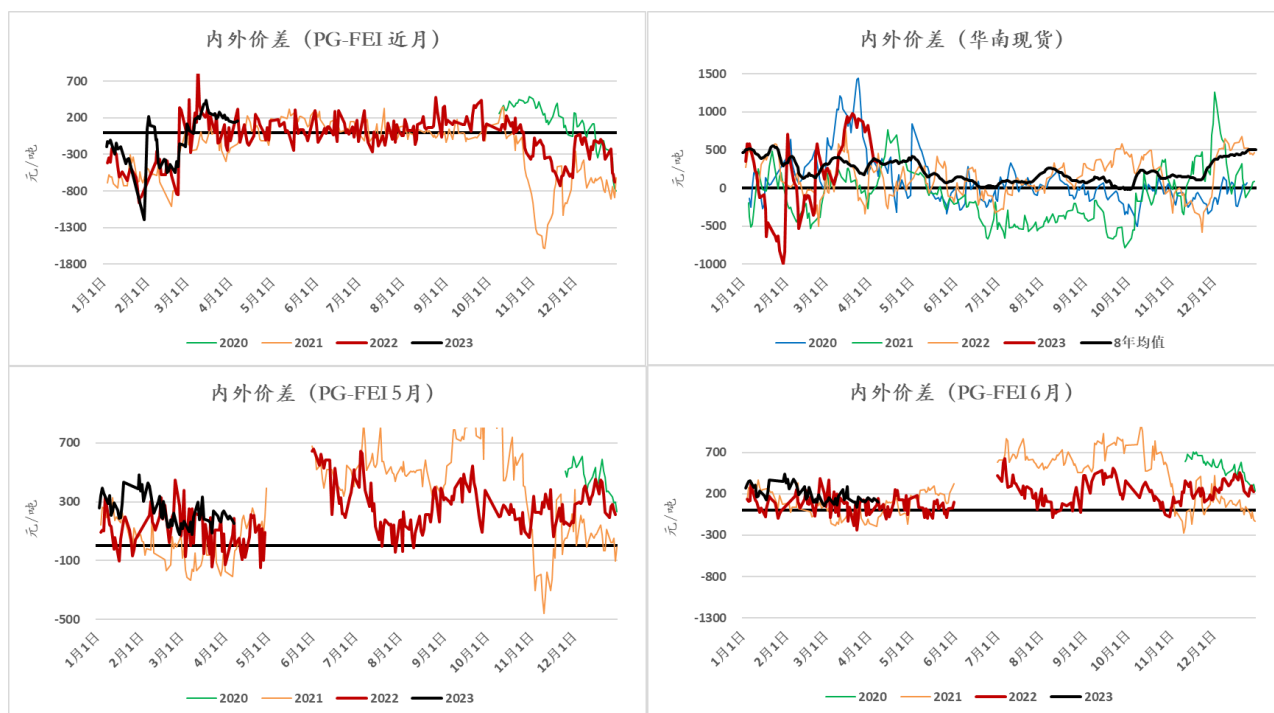
数据来源: Bloomberg, 永安期货北京研究院

图2: LPG 5月基差



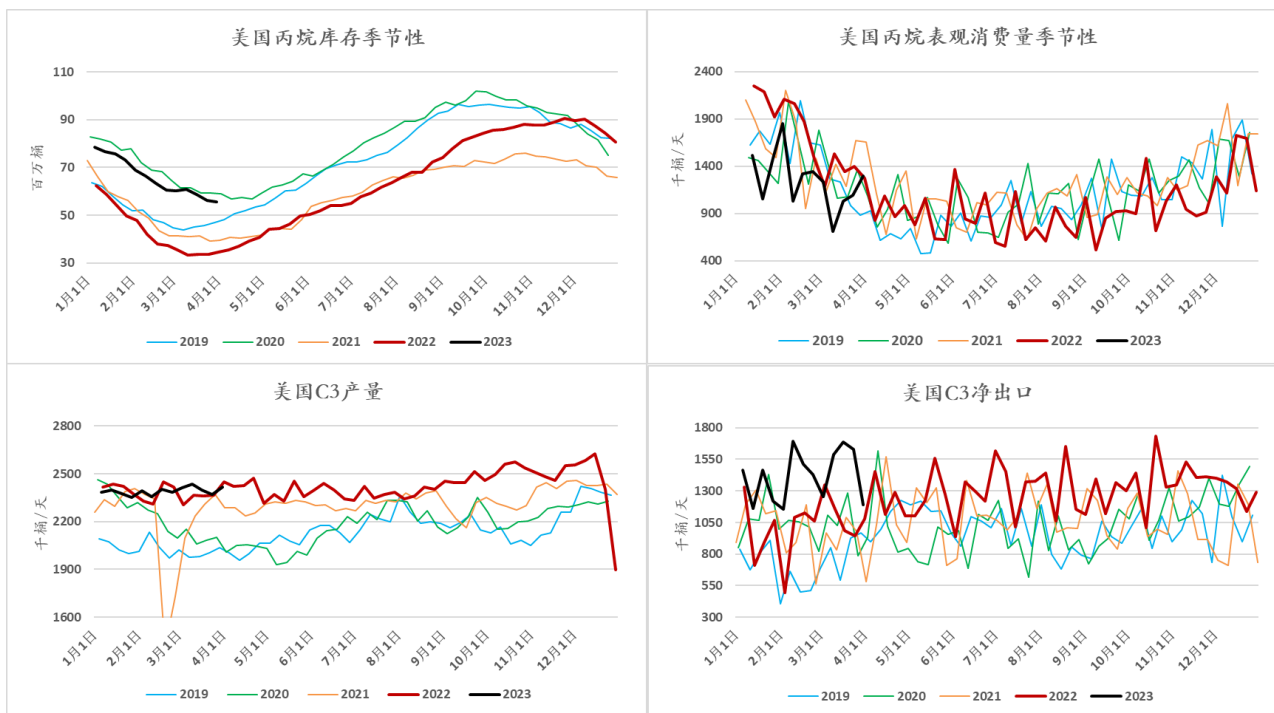
数据来源: Wind, 隆众资讯, 永安期货北京研究院

图3: LPG 内外价差



数据来源: Wind, Bloomberg, 永安期货北京研究院

图4: 美国丙烷供需平衡表

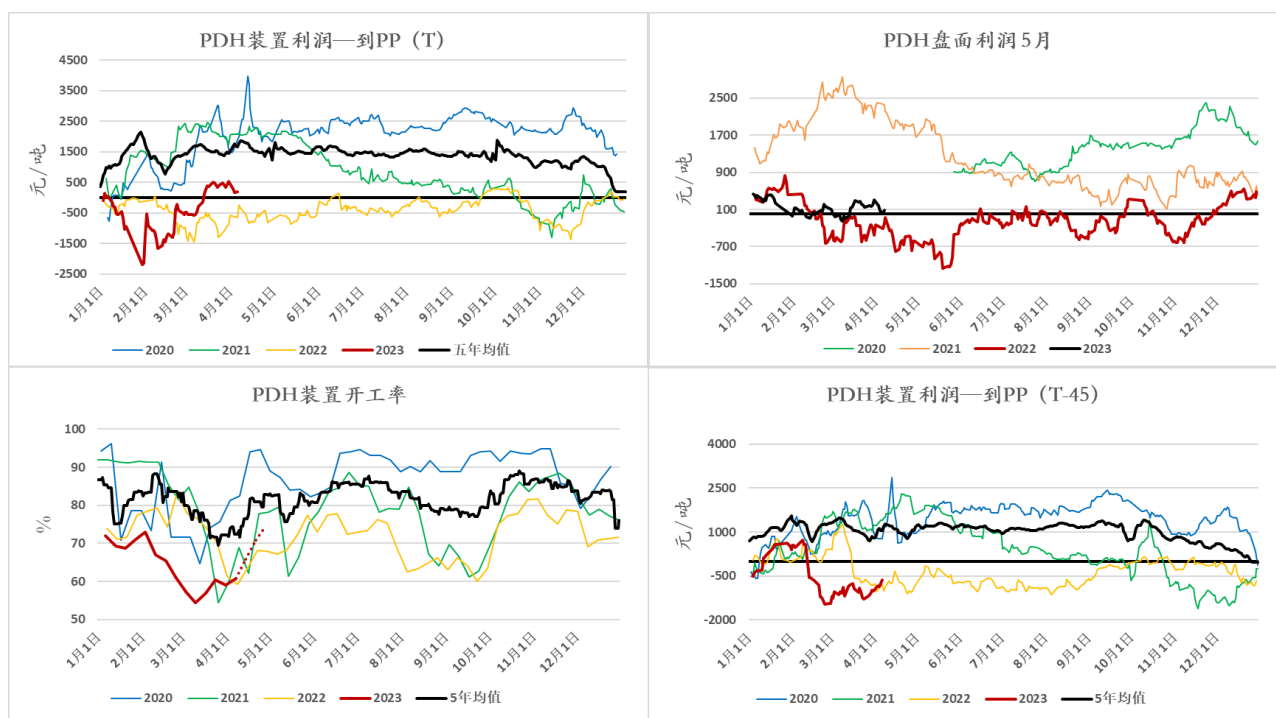


数据来源: EIA, Wind, 永安期货北京研究院

三、利润下滑，PDH 装置陆续重启

近期液化气跟随能源板块集体上涨而下游聚丙烯跟涨乏力，PDH 利润受到被动压缩，截至 4 月 7 日，按照即期丙烷成本计算的现货 PDH 利润约为 200 元/吨左右（不包括氢气处理增收），较前期高点回落近 300 元/吨。根据公开资料整理的结果来看，近期有部分计划复产的 PDH 装置选择推迟复产时间，原定于 3 月底复产而推迟至 4 月的装置产能约为 120 万吨左右。不过在当前的利润水平下大部分 PDH 装置仍可实现盈利，尚未大规模影响到 PDH 企业的复产意愿，虽偶有推迟但 PDH 开工率仍在逐步恢复中。预计本周或将迎来 PDH 装置的集中复工，至四月中旬开工率有望重新回至七成以上。而考虑到淡季燃烧需求的走弱，PDH 开工回升带来的原料补库需求可能难以驱动 LPG 价格大幅上涨，大概率仅体现为对下方价格的支撑。

图5：PDH 装置利润及开工率



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	4月中
齐翔腾达化工	70	2023. 3. 25	5月中旬
天津渤化石化有限公司	60	2023. 1. 11	2023. 4. 9
山东天弘化学有限公司	45	2023. 4. 4	5月初
浙江华鸿新材料有限公司	45	2023. 2. 3	2023. 4. 7
山东汇丰石化集团有限公司	25	2023. 3. 28	待定
宁夏润丰新材料科技有限公司	30	2023. 2. 25	2023. 4. 10
辽宁金发科技有限公司	60	2023. 3. 10	已复产
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