

热点报告——液化石油气

内盘低估值延续，短期向上驱动不足

走势评级： 液化石油气：震荡
报告日期： 2024 年 11 月 13 日

★内盘低估值延续，短期向上驱动有限

10 月下旬以来内盘价格走势和原油有所劈叉，PG 表现明显弱于原油，虽然在盘面下跌的过程中基差走强至季节性中性偏高的水平，市场围绕基差的博弈有所增加，但现货价格持续震荡走弱并不足以对盘面价格形成支撑，近月月差反套也反映了基本面的短期弱势。整体而言，目前内盘 PG 持续陷入相对估值偏低，但基本面短期上行驱动不足的局面。

就基本面而言，虽然国际供应边际收紧，但需求端表现未见起色下短期偏宽松。远东偏低库存情景延续，市场情绪偏弱下北半球燃烧备货弱于预期、化工需求维持按需采买，且国内进口贸易利润维持倒挂，国内基本面较外盘表现更弱。

★盘面对利空事件反应加剧，关注特朗普胜选的中长期影响

因基本面弱势 PG 价格对利空的反应更剧烈，上周三美国大选特朗普高胜率下内盘出现增仓下跌，单日跌幅达到 3.17%。后续来看，特朗普胜选对 LPG 市场而言潜在的影响主要为国内可能再度针对美国 LPG 加征关税以及美国对伊制裁可能的升级或导致地区出货边际收紧。由于当前国内对美货物依赖度提高，若再度加征关税对市场造成的影响可能显著高于 2018 年，预计将阶段性推高 CP 价格、打压 MB 价格并对贸易流产生较大影响。

★投资建议

整体来看，虽然估值延续低位，但国内短期基本面暂未出现显著的边际好转信号足以支撑盘面价格上行。需求端表现仍然平平，利润不佳下化工需求预计边际转弱，目前实际气温的转冷节奏是需求端最为重要的变量，需要等待燃烧需求的明显转强以给予上行驱动。建议重点观测国内现货价格和基差的变化情况，驱动不足下短期盘面预计弱势震荡；后续若燃烧需求出现转强信号，建议关注近月正套的操作机会。

★风险提示

宏观环境、原油价格剧烈波动，天气影响超预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

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。

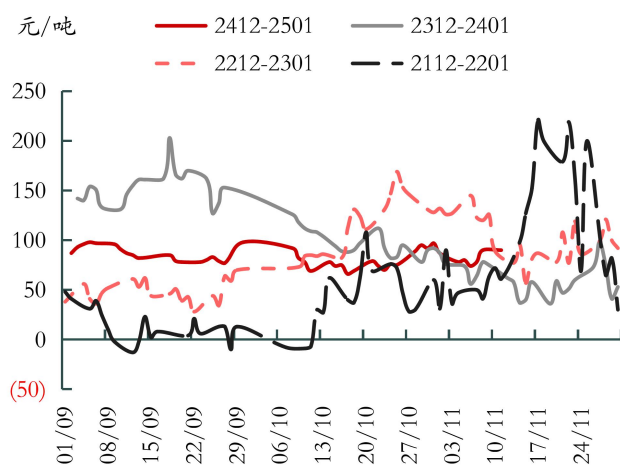
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、内盘低估值延续，基本面短期向上驱动有限

由于LPG商品自身供需基本面矛盾自9月以来整体延续相对温和的局面，内外盘绝对价格变化以跟随原油为主，但是自10月下旬以来近两周内盘价格走势和原油价格有所交叉，PG表现明显弱于原油，气油比价出现回落，背后原因在于当前国内气温仍未事实性转冷下民用燃烧持续表现不佳叠加原油价格中枢下移打压市场情绪，虽然在盘面下跌的过程中基差走强至季节性中性偏高的水平，市场围绕基差的博弈有所增加，但现货价格持续震荡走弱并不足以对盘面价格形成支撑，近月月差反套也反映了基本面的短期弱势。整体而言，目前内盘PG持续陷入相对估值偏低，但基本面短期上行驱动不足的局面。

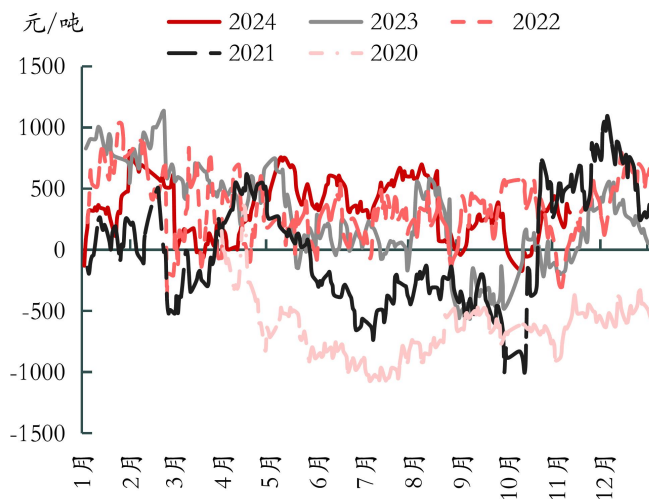
估值方面，PG-FEI内外价差震荡走弱，内盘相对外盘基本面更为弱势下目前内外价差仍处于低位；基差持续处于200-400元/吨的季节性中性偏高水平，但又不足以给到盘面提货经济性，且现货价格持续下跌，目前山东民用气低端价下行至4640元/吨，无法给盘面价格形成有效托底。

图表1：内盘近月反套



资料来源：Wind, 东证衍生品研究院

图表2：基差季节性中性偏高（山东）



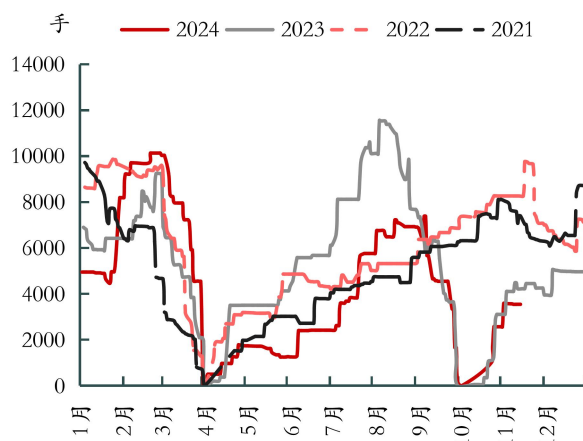
资料来源：Wind, 东证衍生品研究院

图表3: PG-FEI 内外价差低位延续 (2412 合约)



资料来源: Bloomberg, iFind, 东证衍生品研究院

图表4: 大商所 PG 仓单季节性

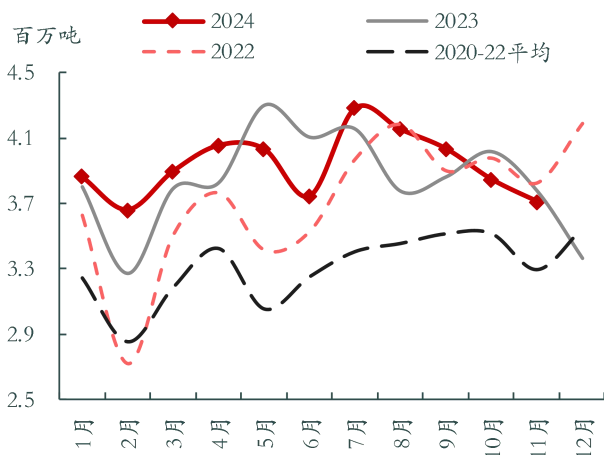


资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

从国际基本面而言, 实际情况与此前我们季报中四季度国际供应预计边际收紧、矛盾整体温和的判断差别不大, 但10月以来燃烧需求的释放和旺季备货的力度较此前预期更弱, 整体供需偏宽松。

供应端来看, 中东10月地区出口预估量边际降量18万吨至385万吨, 11月初步船期数据显示地区出口量预计进一步环比下降, 在地区天然气田产量的季节性回落和OPEC+减产延长至12月末的背景下, 四季度后期地区出口难有增量。中东地区现货销售持续偏紧的情况下, 11月CP价格上调出台, 丙烷报635美元/吨, 略超市场预期, 之后中东离岸贴水出现回落。后续中东出货情况追踪的重点在于OPEC+的实际增产节奏以及关注12月1日的会议结果。

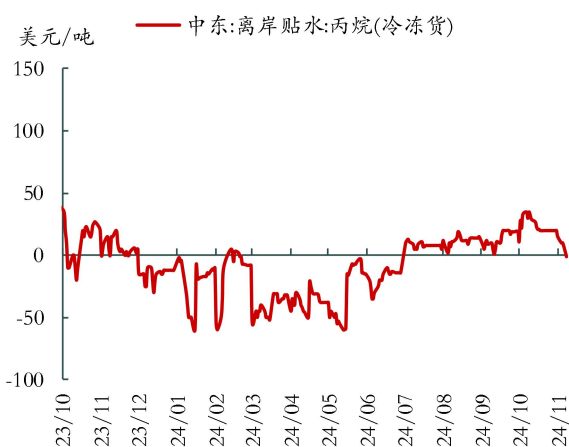
图表5: 中东 LPG 月度出口量



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

*11月出口量为11月12日初步船期数据

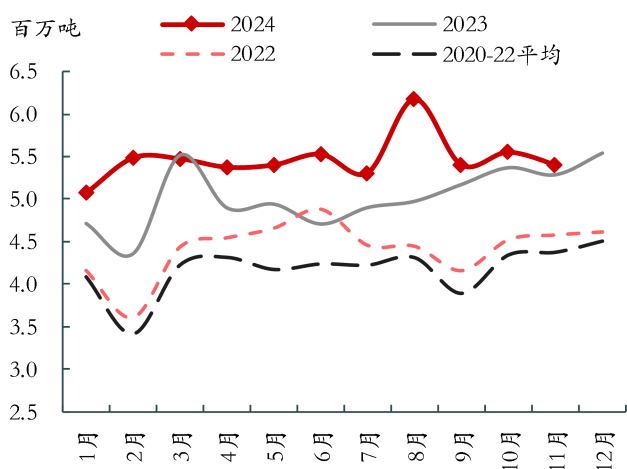
图表6: 中东离岸贴水回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

美国 10 月码头出口量边际增加 15 万吨至 555 万吨，11 月初步船期数据预计地区出口量边际小降，至亚洲的套利窗口关闭下地区码头贴水边际走弱。制约地区四季度出口量的核心因素仍然是码头出口能力，预期今年后期地区的出口量大概率仍然维持在 550 万吨/月左右的水平，后续冬季休斯顿可能出现的季节性大雾天气及寒潮可能会对装船造成阶段性短期冲击。此外，就美国本土基本面而言，近期地区 C3 产量维持在 270 万桶/天左右的水平，库存连续三周边际去化，后续美国本土燃烧需求预计同比走强，天气预报显示美国今年冬季气温可能比去年低 5-10%，中西部 HDD(取暖天数) 或同比增长 15-20%，美国本土基本面好转下冬季结束前 MB/WTI 预计偏强。

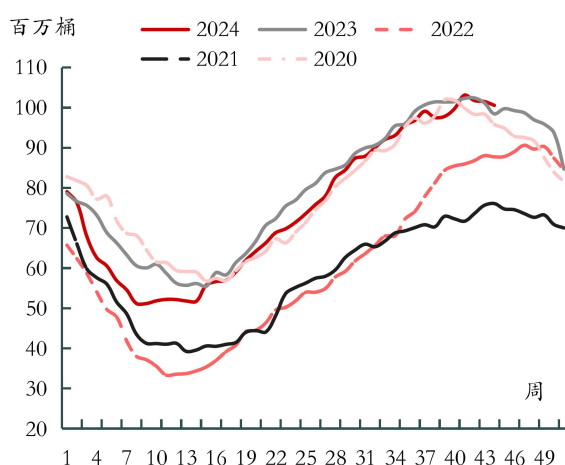
图表 7：美国 LPG 出口量季节性



资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

*11 月出口量为 11 月 12 日初步船期数据

图表 8：美国 C3 库存边际去化

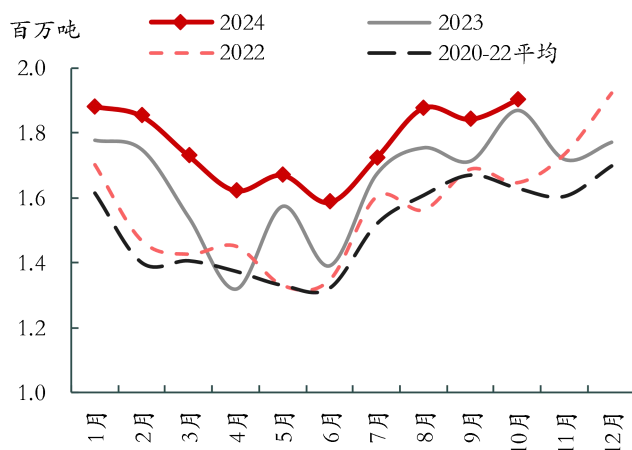


资料来源：EIA, 东证衍生品研究院

需求端表现未见起色，远东偏低库存情景延续，市场情绪偏弱下北半球燃烧备货弱于预期、化工需求维持按需采买，近期窗口成交贴水持续偏弱，市场买兴平平。

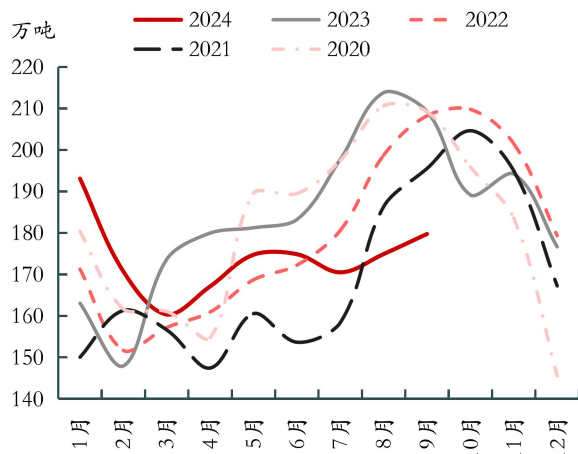
燃烧需求方面，印度 9 月地区进口量环比自 187 万吨小降至 186 万吨，基本持平，10 月预估进口量环比增加至 190 万吨，但同比增速由此前的 7% 下行至 2%，考虑到排灯节结束、地区前三季度潜在库存大概率累库的情景，预计地区 11-12 月同比增速维持偏低水平。远东库存目前处于季节性相对偏低水平，日本 9 月库存数据较去年同期低 14%，国内当前 47% 的港口库容率亦低于去年同期 58% 的水平。目前市场围绕远东补库需求的释放节奏存在一定的预期差，基于当前较弱的市场情绪和成交情况，短期维持偏低库存运行、燃烧需求的释放需要等待气温后续事实性转冷的可能性正在增加。

图表9：印度LPG进口量季节性



资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

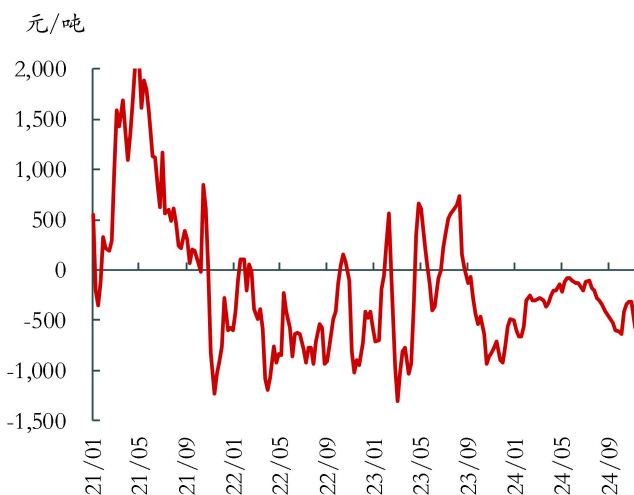
图表10：日本LPG库存季节性



资料来源：Bloomberg, 东证衍生品研究院

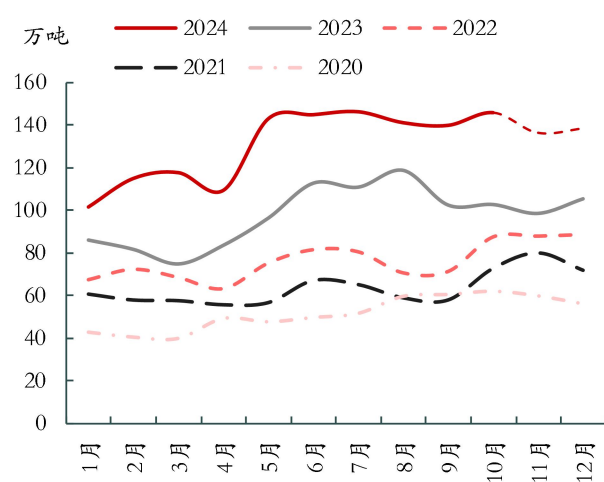
化工需求方面，国内PDH开工率10月边际好转至71.74%，上周PDH开工率上行至72.46%，但在当前装置利润走弱、上周五财政策略不及市场预期的背景下，预计化工端需求进一步上行动力有限。上周末渤海、东华茂名PDH装置停车检修，目前分别计划检修65、15天，国内PDH开工率预计本周边际走弱。后续投产计划来看，万华和国亨两套装置的投产计划均有延迟，目前万华计划于12月下旬投产，国亨年内投产概率较低，预计四季度PDH端难有增量产能。按当前存量装置的检修计划来看，国内PDH开工率预计11-12月小幅走弱带动进料需求边际下降。

图表11：PDH制丙烯周度毛利



资料来源：隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表12：PDH装置理论进料需求



资料来源：隆众资讯, 东证衍生品研究院

*理论进料需求=装置产能*月度开工率*单耗，11-12月为预测值

2、基本面偏弱下盘面对利空事件的反应加剧，关注特朗普胜选潜在的中长期影响

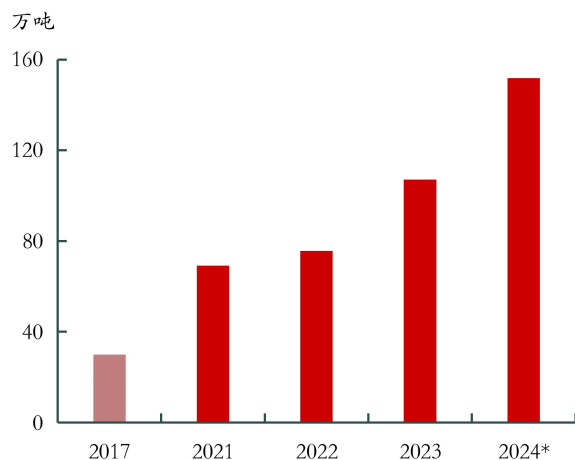
基于前文，LPG 站在燃烧需求将季节性转强的档口，但短期需求端的驱动有限，且国内民用燃烧需求表现疲弱、进口利润持续倒挂，内盘基本面较外盘表现更弱。我们可以看到当利空事件出现的时候，因基本面弱勢 PG 价格对利空的反应更剧烈，上周三美国大选特朗普高胜率下内盘出现增仓下跌，单日跌幅达到 3.17%，之后价格表现有企稳。

后续来看，特朗普胜选对 LPG 市场而言潜在的影响主要集中在国内可能再度针对美国 LPG 加征关税以及美国对伊制裁可能的升级或导致的地区出货边际收紧。回顾特朗普上一任期的能源及贸易政策，2018 年中美贸易战开启后，作为回应中国自 18 年 8 月开始对美 LPG 加征 25% 的关税（自 1% 上调至 26%），之后针对关税进行过三次调整，期间丙丁烷关税一度上行至 31%，国内停止自美进口并寻找替代来源，直至 2020 年二季度开始可申请退税后美国货的流入才开始逐步恢复。

若此次特朗普上台后再次引发贸易战和类似关税的反制，由于当前国内对美货物依赖度提高，对市场造成的影响可能显著高于 2018 年。在关税上调之前，2017 年中国自美 LPG 月均进口量在 30 万吨，近年来伴随国内 PDH 产能的大幅增加和美国产量的提高，2020 年以来中国自美进口增量显著，2024 年 1-10 月月均进口量已超过 150 万吨，占到国内进口总量的一半以上。若提高关税进行反制，如此大量的替代需求预计将阶段性推高 CP 价格、打压 MB 价格并对贸易流产生较大影响，带来区域间价差的交易机会。

但需要警惕的是，中东货存在难以满足这一部分替代需求的可能性从而推高国内进口成本，在当前 PDH 利润持续表现不佳的大背景下，存量装置的博弈可能加剧并打压待投产产能的投产积极性，若需求端出现明显负反馈、贸易流变更完成，则事件对 CP、MB 价格的影响持续性或有限，此外考虑到 VLGC 远期基本面不佳的事实，贸易量、远距离运输需求的下滑可能会打压运输成本。

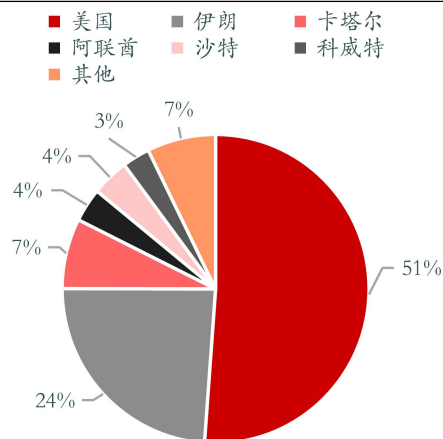
图表 13：2017-2024 年中国自美国月均 LPG 进口量



资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

*2024 年为 1-10 月月均进口量

图表 14：2024 年中国 LPG 进口结构



资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

3、总结及投资建议

整体来看，虽然估值延续低位，但国内短期基本面暂未出现显著的边际好转信号以支撑盘面价格上行。虽然上周港口及炼厂库存均边际去化，但需求端表现仍然平平，利润不佳下化工需求预计边际转弱，目前实际气温的转冷节奏是需求端最为重要的变量，需要等待燃烧需求的明显转强以给予上行驱动。

基本面弱势、短期市场情绪及预期不佳的情景下，内盘对于利空事件的反应加剧。建议重点观测国内现货价格和基差的变化情况，驱动不足下短期盘面预计弱势震荡，后续若燃烧需求出现转强信号，建议关注近月正套的操作机会。

4、风险提示

宏观环境、原油价格剧烈波动，天气影响超预期。

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