



# 假期油价大跌，LPG 进口成本回落

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

当前 LPG 自身基本面缺乏特别显著的驱动，短期核心变量在于原油价格以及运费的波动。考虑到假期期间油价大跌，LPG 到岸成本也出现明显回落，预计节后开盘 PG 将出现较大幅度的低开，短期建议观望为主，等待原油端企稳。

## 核心观点

### ■ 市场分析

9 月底沙特阿美公布了 10 月 CP 价格：其中丙烷为 600 美元/吨，较上月上调 50 美元/吨；丁烷 615 美元/吨，较上月上调 55 美元/吨。CP 价格的上调背后，主要有油价上涨、沙特减产、运费攀升等利好因素的驱动。

然而，国庆假期期间原油价格却出现了超预期的大跌，并带动外盘 LPG 掉期价格回撤。具体来看，截至 10 月 6 号 CP 丙烷掉期录得 587 美元/吨，相较节前下跌 1.8%；截至 10 月 6 号 FEI 丙烷掉期录得 652 美元/吨，相较节前下跌 6.2%。

随着原油与外盘价格下跌，我国 LPG 到岸成本也明显回落，这意味着前期市场重要驱动因素的边际转弱。当前 LPG 自身基本面缺乏特别显著的驱动，短期核心变量在于原油价格以及运费的波动。考虑到假期期间油价大跌，LPG 到岸成本也出现明显回落，预计节后开盘 PG 将出现较大幅度的低开，短期建议观望为主，等待原油端企稳。

### 策略

单边中性，观望为主，等待原油价格企稳

### ■ 风险

无

## 目录

策略摘要 .....	1
核心观点 .....	1
原油：假期油价大幅回撤，地缘不确定性增加 .....	3
10月CP官价上调，但假期原油大跌带动LPG掉期回撤 .....	4
到岸成本回落，国内市场利好因素有限 .....	7

## 图表

图 1: 全球原油卫星库存   单位: 百万桶 .....	3
图 2: 国际原油基准价格   单位: 美元/桶 .....	3
图 3: WTI 原油月差   单位: 美元/桶 .....	3
图 4: BRENT 原油月差   单位: 美元/桶 .....	3
图 5: 原油与美股走势   单位: 美元/桶 .....	4
图 6: 原油与美元指数走势   单位: 美元/桶 .....	4
图 7: 沙特 LPG 发货量   单位: 千吨/月 .....	5
图 8: 伊朗 LPG 发货量   单位: 千吨/月 .....	5
图 9: 美国 LPG 发货量   单位: 千吨/月 .....	5
图 10: 美国丙烷&丙烯库存   单位: 千桶 .....	5
图 11: CP 丙烷掉期首行价格   单位: 美元/吨 .....	5
图 12: FEI 丙烷掉期首行价格   单位: 美元/吨 .....	5
图 13: 沙特丙烷官价   单位: 美元/吨 .....	6
图 14: 沙特丁烷官价   单位: 美元/吨 .....	6
图 15: LPG 运费: 美湾-远东   单位: 美元/吨 .....	6
图 16: LPG 运费: 阿拉伯湾-远东   单位: 美元/吨 .....	6
图 17: 亚太石脑油裂解价差   单位: 美元/桶 .....	6
图 18: MOPJ-FEI 丙烷价差   单位: 美元/吨 .....	6
图 19: LPG 华东码头库存   单位: 万吨 .....	7
图 20: LPG 华南码头库存   单位: 万吨 .....	7
图 21: 国内 PDH 装置利润   单位: 元/吨 .....	8
图 22: 国内 PDH 装置开工率   单位: % .....	8
图 23: 国内 MTBE 装置开工率   单位: % .....	8
图 24: 国内烷基化装置开工率   单位: 无 .....	8
图 25: 华南 LPG 现货价格   单位: 元/吨 .....	8
图 26: 华东 LPG 现货价格   单位: 元/吨 .....	8
图 27: DCE PG 主力合约价格   单位: 元/吨 .....	9
图 28: LPG 基差   单位: 元/吨 .....	9

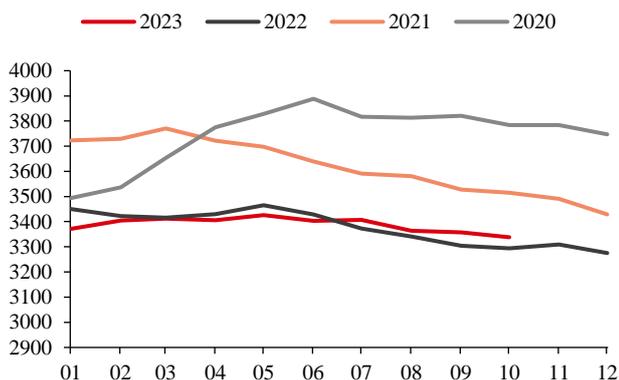
## 原油：假期油价大幅回撤，地缘不确定性增加

中秋国庆假日期间原油价格大幅下跌，Brent 和 WTI 原油分别回撤至 84 和 81 美元/桶左右，原油远期曲线近月升水有所回落，但整体维持强 Back 结构，同时海外汽油裂解价差延续下行至负值，柴油裂差高位小幅回落。

从月差与实货贴水的情况来看，原油实货市场偏紧的格局没有明显缓解，10月4号召开的欧佩克会议未调整其产量政策，四季度平衡表预计维持去库格局。同时卫星库存数据显示全球石油库存继续下降至低位。我们认为本轮油价下跌主要因素与今年上半年下跌类似，均是利率冲高导致短期市场情绪出现转向，美债收益率与美元走强对油价产生压制，下跌驱动更多来自宏观情绪与资金面，原油自身基本面仍旧坚挺。成品油方面，汽油裂差大幅下跌主要驱动是 EIA 美国汽油库存大幅增加(650 万桶)，且 9 月开始美东地区与欧洲陆续切换冬季牌号可以调入更多石脑油。柴油方面，虽然俄罗斯基本取消了柴油出口禁令但基本符合市场预期，裂差下跌幅度有限。

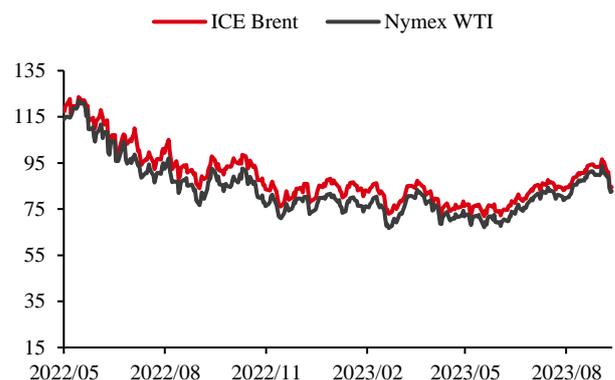
最后值得注意的是，近期地缘层面的不确定性有所增加。一方面，需要关注沙特与美国关系的进展，如果美沙签署共同防御协议，双方关系改善后沙特可能会调整产量政策（增产）来帮助缓解通胀压力；另一方面，临近开市巴以局势加剧，当地时间 7 日清晨，加沙地带巴勒斯坦武装组织向以色列境内发射多枚火箭弹，以色列国防军发表声明称其已进入战争状态。由于冲突发生在周末，外盘原油尚未对其作出反映，但节后原油市场可能面临更多来自地缘政策的变数。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



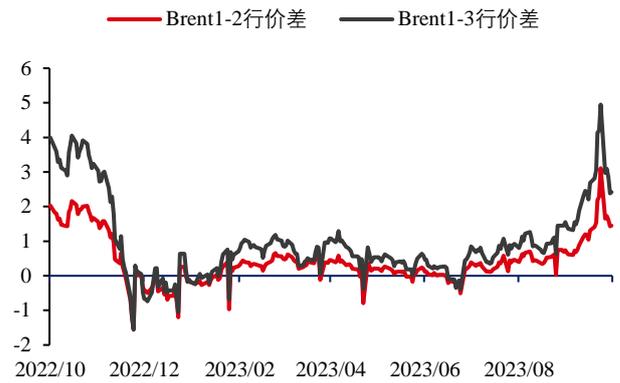
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：WTI 原油月差 | 单位：美元/桶

图 4：Brent 原油月差 | 单位：美元/桶

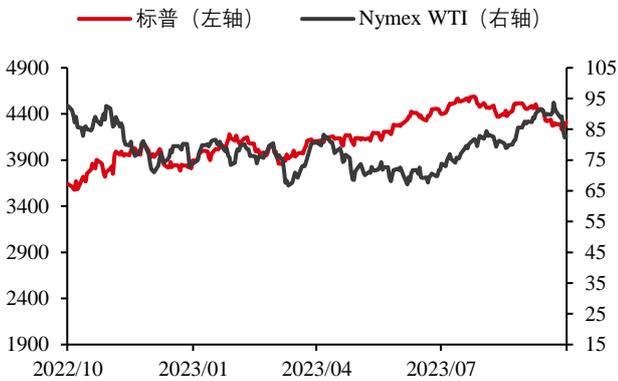


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院



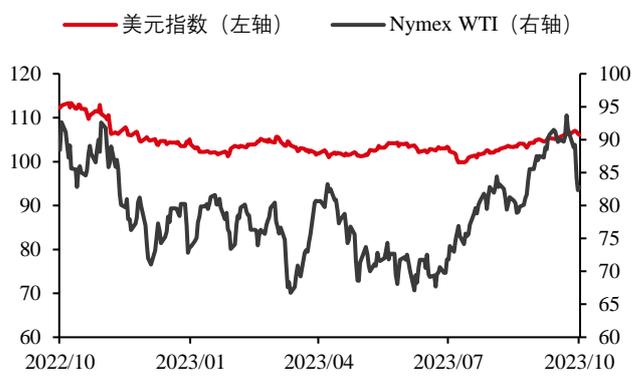
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 10 月 CP 官价上调, 但假期原油大跌带动 LPG 掉期回撤

9 月底沙特阿美公布了 10 月 CP 价格: 其中丙烷为 600 美元/吨, 较上月上调 50 美元/吨; 丁烷 615 美元/吨, 较上月上调 55 美元/吨。CP 价格的上调背后, 主要有油价上涨、沙特减产、运费攀升等利好因素的驱动。

然而, 国庆假期期间原油价格却出现了超预期的大跌, 并带动外盘 LPG 掉期价格回撤。具体来看, 截至 10 月 6 号 CP 丙烷掉期首行录得 587 美元/吨, 相较节前下跌 1.8%; 截至 10 月 6 号 FEI 丙烷掉期首行录得 652 美元/吨, 相较节前下跌 6.2%。

从海外市场的供需基本面来看, 整体格局没有发生大的变化, 近期影响市场的主要因素体现在物流与运费端。具体来看, 沙特减产的影响还在持续, 但由于 8 月份高温造成的发货延迟, 9 月出口有所回升。参考船期数据, 沙特 9 月份发货量预计在 62 万吨, 环比 8 月增加 15 万吨, 但同比去年减少 22 万吨。目前来看, 欧佩克现行产量政策或延续到年底, 因此沙特 LPG 供应仍受到抑制, 出口回升空间有限。就中东整体而

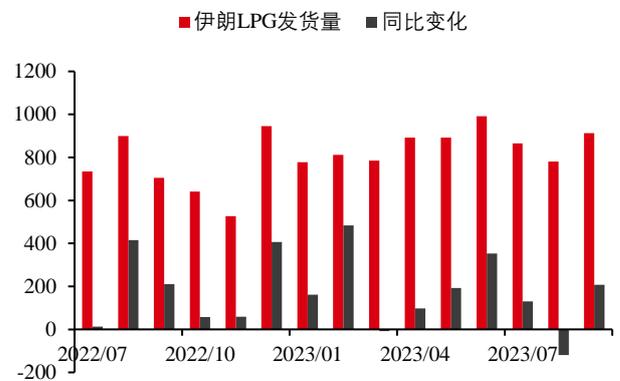
言，8月和9月发货量预计为376和384万吨，低于5-7月份的水平（410万吨左右）。美国方面，丙烷过剩格局还在延续，在国内高库存、MB价格承压的背景下，美国LPG出口或维持高位。参考船期数据，美国9月份发货量预计达到518万吨，环比8月增加25万吨，同比去年提升102万吨。基于对美国上游生产及国内消费趋势的判断，来自美国的供应有望在未来一段时间维持高位，但巴拿马运河拥堵及港口异常情况将对其离港、到港节奏形成扰动。近期由于运河拥堵等原因，LPG运费大幅攀升，9月底美湾到远东运费一度达到250美元/吨，并成为FEI等到岸价格的重要支撑因素。但后面随着运费回落，预计到岸成本相比离岸价存在更大的回调空间（假期期间FEI回撤幅度大于CP）。

**图 7：沙特 LPG 发货量 | 单位：千吨/月**



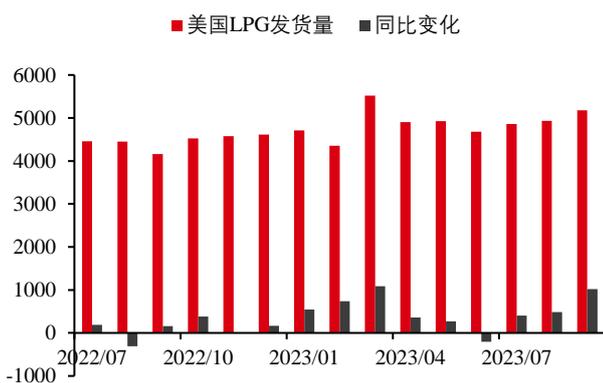
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

**图 8：伊朗 LPG 发货量 | 单位：千吨/月**



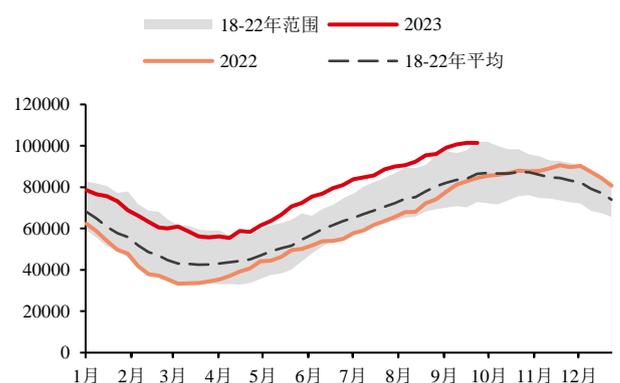
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

**图 9：美国 LPG 发货量 | 单位：千吨/月**



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

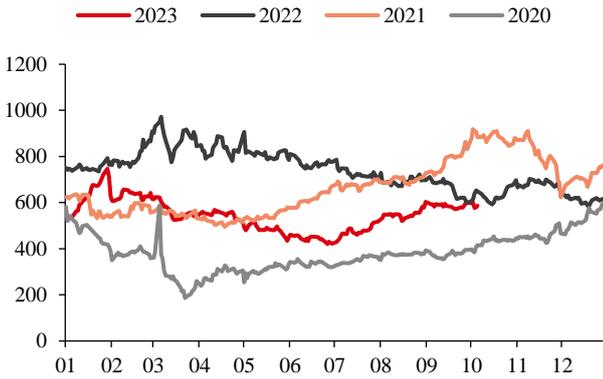
**图 10：美国丙烷&丙烯库存 | 单位：千桶**



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

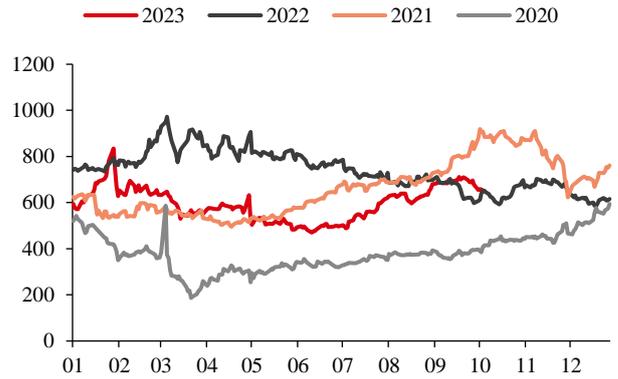
**图 11：CP 丙烷掉期首行价格 | 单位：美元/吨**

**图 12：FEI 丙烷掉期首行价格 | 单位：美元/吨**



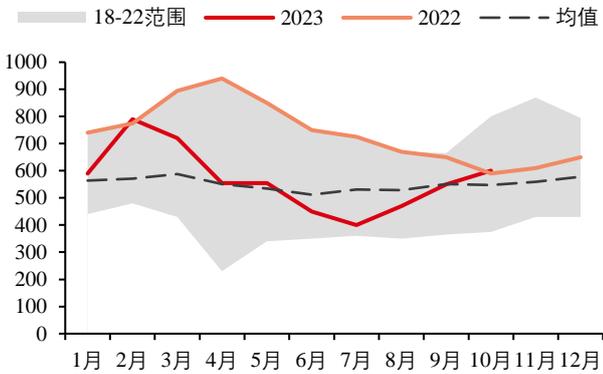
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 沙特丙烷官价 | 单位: 美元/吨



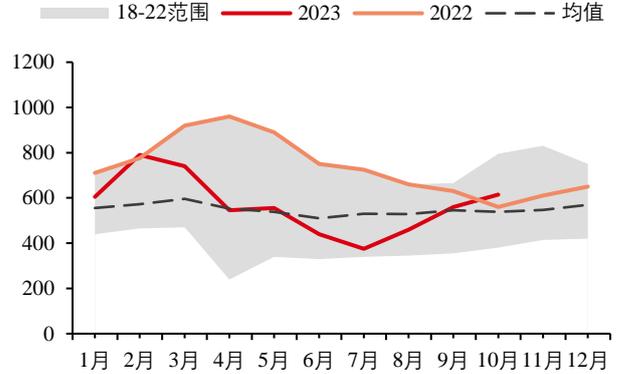
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 沙特丁烷官价 | 单位: 美元/吨



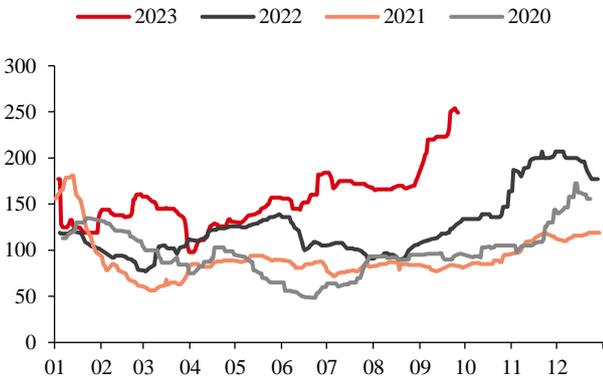
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: LPG 运费: 美湾-远东 | 单位: 美元/吨



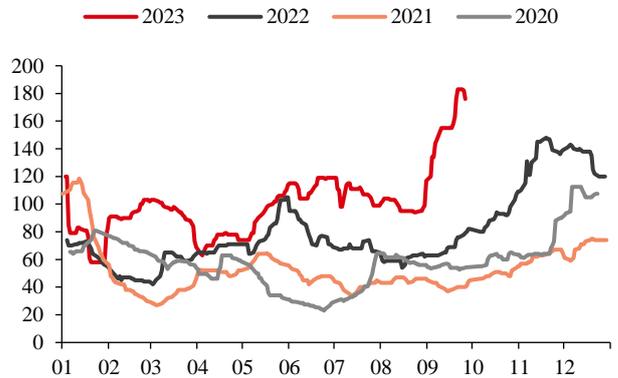
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: LPG 运费: 阿拉伯湾-远东 | 单位: 美元/吨



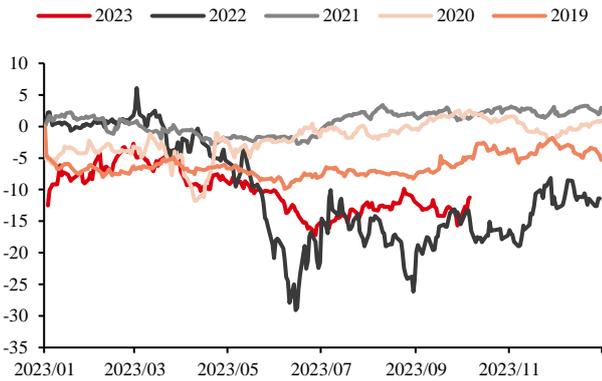
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 17: 亚太石脑油裂解价差 | 单位: 美元/桶

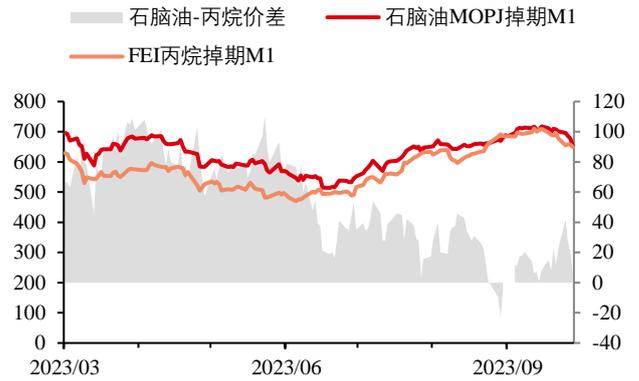


数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: MOPJ-FEI 丙烷价差 | 单位: 美元/吨



数据来源: Platts 华泰期货研究院



数据来源: Platts 华泰期货研究院

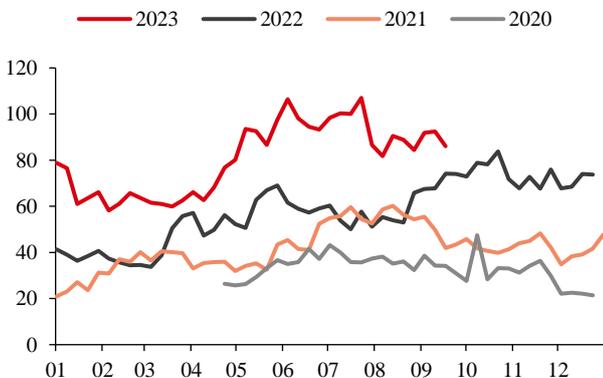
## 到岸成本回落，国内市场利好因素有限

随着原油与外盘价格下跌，我国LPG到岸成本也明显回落，这意味着前期市场重要驱动因素的边际转弱。

站在具体的供需层面，随着部分炼厂装置复产，国产LPG商品量逐步回升至季节性高位。与此同时，我国LPG进口量虽不及二季度高点，但明显高于去年同期水平。参考船期数据，我国9月LPG到港量预计在292万吨，环比8月增加6万吨，同比去年高出46万吨。随着进口成本回落，套利窗口或再度走阔，对进口量形成支撑。

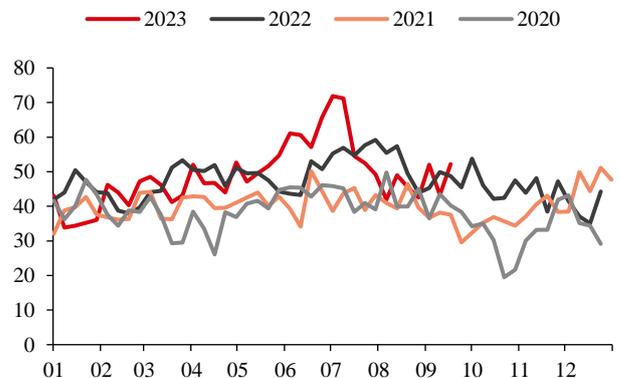
就需求端而言，随着国内大部分地区降温，燃烧端市场氛围逐步由淡季向旺季过渡，终端消费有望逐步走强。但与此同时，下游化工端消费则表现不佳，尤其是丙烷脱氢装置受到亏损的冲击，行业整体开工负荷受到抑制（70%以下）。此外，利润低迷也导致新装置投产进度不及预期。不过随着丙烷进口成本回落以及前期减产的反馈，PDH利润有望边际改善，并带动装置开工负荷以及原料需求回升，需保持关注。

图 19: LPG 华东码头库存 | 单位: 万吨



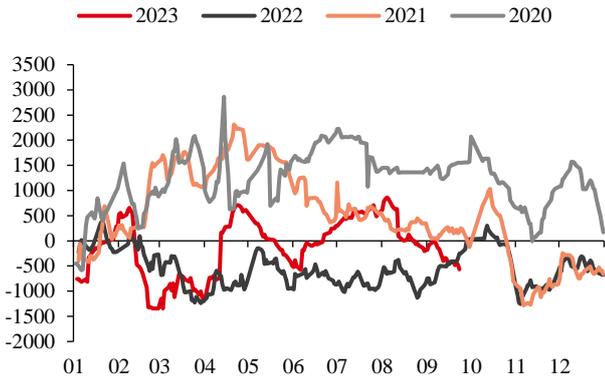
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: LPG 华南码头库存 | 单位: 万吨



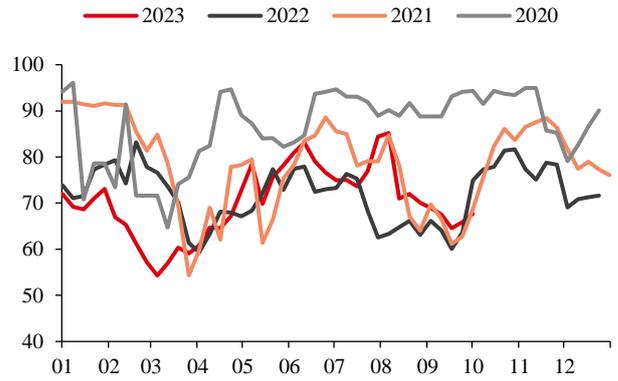
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 21: 国内 PDH 装置利润 | 单位: 元/吨



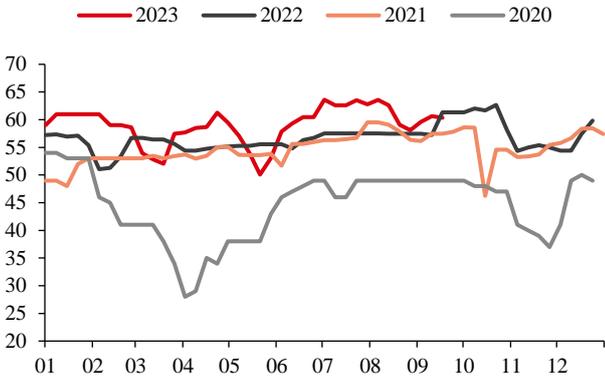
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 22: 国内 PDH 装置开工率 | 单位: %



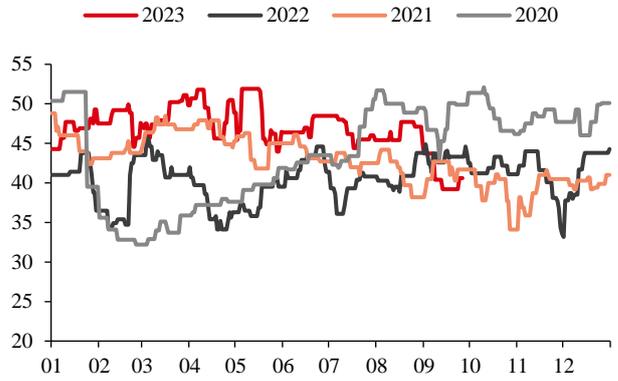
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 国内 MTBE 装置开工率 | 单位: %



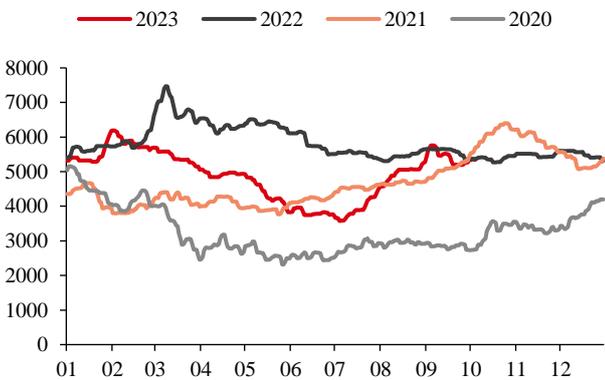
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 24: 国内烷基化装置开工率 | 单位: %



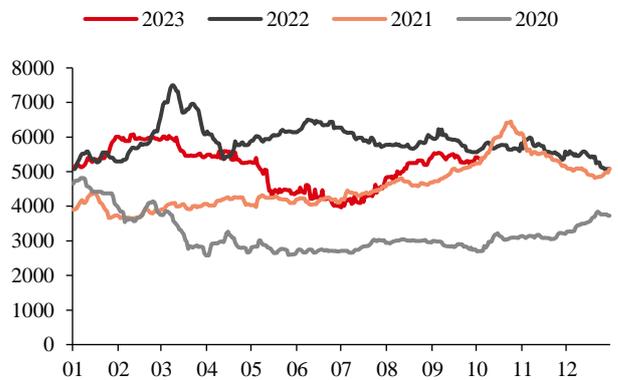
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 25: 华南 LPG 现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 华东 LPG 现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

## LPG 市场总结

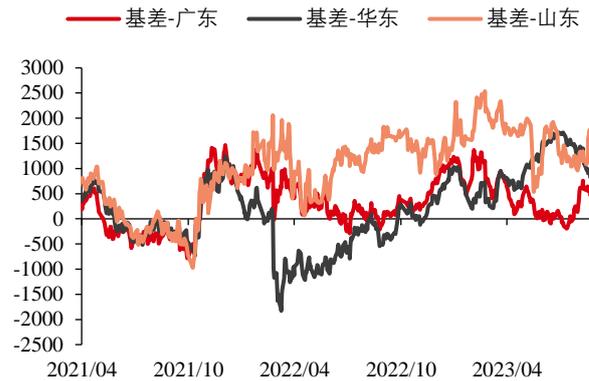
整体来看，当前 LPG 自身基本面并没有特别显著的矛盾或驱动，短期核心变量在于原油价格以及运费的波动。考虑到假期期间油价大跌，LPG 到岸成本也出现明显回落，预计节后开盘 PG 将出现较大幅度的低开，短期建议观望为主，等待原油端企稳。

图 27: DCE PG 主力合约价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: LPG 基差 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)