

恐慌情绪蔓延，聚烯烃弱势难改

兴证期货·研发中心

2020年2月3日 星期一

能化研究团队

内容提要

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人

赵奕

021-20370938

zhaoyi@xzfutures.com

● 行情回顾

节前聚烯烃处于低库存状态，叠加原油温和上涨支撑，整体温和下跌。供应面，新产能负荷逐渐转高，石化库存尚处低位，社会、港口库存均存在累库现象。需求面，下游基本停工，聚丙烯下游维持在30%-40%，聚乙烯农膜等膜类开工率在48%左右，仅零星采购。综上，节前聚烯烃已进入供过于求的扩产能周期。

● 后市展望

展望：聚烯烃板块成本支撑坍塌、低库存局面打破，下行空间扩大。较往年而言，今年聚烯烃板块全面进入扩产能状态，而下游因疫情原因将延迟返工，库存累积将超预期，两油库存或累至110-120万吨。短期来看，PP尚有纤维料（占比4%）需求支撑，PE在下游复工前将弱于PP；中长期来看，PE下游农膜刚性需求将偏强，PP需求季节性相对不明显，预计将呈现PE强于PP局面。而疫情造成的影响仍需观察节后控制情况，若疫情得以有效控制，聚烯烃将回归供需基本面弱势情况，若疫情继续蔓延，则去库、运输、进出口、需求都将受到重创，PP、PE或破年前低位；

上游：原油支撑坍塌，随着疫情导致的全球宏观经济放缓，原油春节内下跌近10%，成本支撑不再，聚烯烃下行空间扩大；

供应：由于疫情原因，部分大型厂商目前满负荷或超负荷运行，如中景石化、延长石油、独山子石化等。且运

输情况堪忧，铁路运输影响不大，但汽运基本停滞，对于西北煤化工企业原料运输影响较大，造成大幅累库现象。预计节内两油库存或累至 110 万吨-120 万吨，累库或超预期；

需求：下游需求返工均在 2 月 9 日 24 时以后，终端需求恢复或迟于预期，如湖北、温州及太原等地均延迟 2 周-1 个月返工。且下游多为劳动密集型行业，如 PP 拉丝、注塑下游的日化品行业，拉丝下游的包装行业；PE 注塑、中空下游的日化品、白家电零件行业，线性及高压下游对应的各类膜业。在政府规定及工人存在疫情缓解后返工意愿将导致下游需求推迟的情况下，供过于求局面将加剧，聚烯烃板块继续下探。

● 策略建议

PP：看空为主，短期强于 L，建议轻仓观望，中长期逢高沽空；

L：看空为主，中长期强于 PP，L-PP 正套可持有。

● 风险提示

国际宏观经济超预期下滑；国内运输、制造业投资、消费增速超预期下行；库存创新高；节后返工再度延迟；中国被 WHO 列为疫区国。

1. 行情回顾

L2005 合约收跌，收于 7155 元/吨，跌 150 元/吨，跌幅为 2.05%，扩产能及节前下游需求停滞导致 L 走势下行；持仓 29.98 万手，跌 1.1 万手。PP2005 合约收跌，收于 7324 元/吨，跌 145 元/吨，跌幅为 2.55%，基本逻辑和 L 相似；持仓 33.18 万手，跌 2.7 万手。

L 合约远月合约升水幅度小幅扩大 5 元/吨，主要源于较确定的扩产预期兑现导致 05 合约偏空；PP 远月贴水幅度基本持平。

表 1：线性低密度聚乙烯&聚丙烯期货周度数据

指标	收盘价	涨跌	涨跌幅	成交量	持仓量	持仓量变化
L2005.DCE	7155	-150	-2.05%	162071	299832	-11496
L2009.DCE	7205	-145	-1.97%	16966	52997	417
PP2005.DCE	7324	-192	-2.55%	192243	331892	-27275
PP2009.DCE	7358	-194	-2.57%	9625	50146	-1813

数据来源：Wind，兴证期货研发部

表 2：线性低密度聚乙烯&聚丙烯价差、基差及仓单数据

指标	单位	2020/1/23	2020/1/17	涨跌	涨跌幅
L09-L05 价差	元/吨	45	40	5	12.50%
L 基差	元/吨	185	95	90	94.74%
L 仓单数量	张	2742	2742	0	0.00%
PP09-PP05 价差	元/吨	35	36	-1	-2.78%
PP 基差	元/吨	257	238	19	7.98%
PP 仓单数量	张	1589	1966	-377	-19.18%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 上游市场

WTI 原油现货周内跌 10.78% 至 52.14 美元/桶，Brent 原油现货周内跌 9.47% 至 57.86 美元/桶。疫情扩散抑制原油温和上涨态势，当前原油弱势运行。甲醇内盘周内涨 20 元/吨至 2400 元/吨，甲醇外盘周内涨 1 美元/吨至 253 美元/吨，甲醇供需节后走弱，预计将有所下调。丙烯内盘均价周内跌 200 元/吨至 6600 元/吨，外盘周涨 25 美元/吨至 900 美元/吨，丙烯未来追涨乏力，或出现回调。乙烯 CFR 东北亚周涨 30 美元/吨至 835 美元/吨。

表 3: 上游现货价格周度动态

指标	单位	2020/2/3	2020/1/23	涨跌	涨跌幅
WTI 原油	美元/桶	52.14	58.44	-6.30	-10.78%
Brent 原油	美元/桶	57.86	63.92	-6.06	-9.47%
石脑油 CFR 日本	美元/吨	516.88	560.75	-43.87	-7.82%
动力煤	元/吨	546.00	551.20	-5.20	-0.94%
丙烯 CFR 中国	美元/吨	900.00	875.00	25.00	2.86%
丙烯 (市场基准价)	元/吨	6600.00	6800.00	-200.00	-2.94%
乙烯 CFR 东北亚	美元/吨	835.00	835.00	0.00	0.00%
甲醇 (华东地区)	元/吨	2400.00	2380.00	20.00	0.84%
甲醇 CFR 中国	美元/吨	253.00	252.00	1.00	0.40%

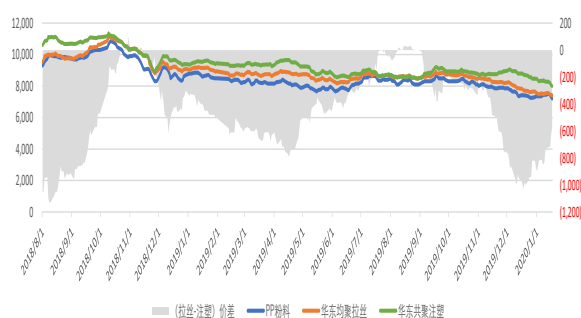
数据来源: Wind, 华瑞资讯, 兴证期货研发部

3. 聚丙烯现货市场

3.1 价格及利润

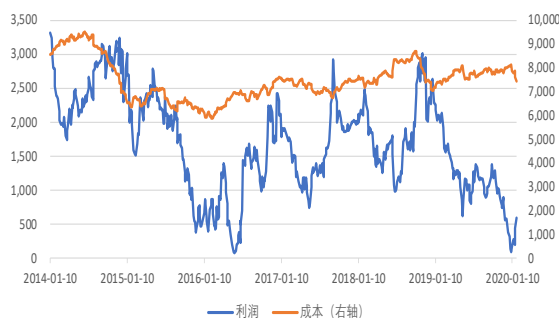
PP 煤化工参考价 6900 元/吨, 油化工参考价 7100 元/吨, 现货价格下跌为主, 当前货源主要集中在厂商及贸易商手中。BOPP 厚光膜周均价为 9900 元/吨, 较节前下滑 40 元/吨。PP 油制毛利大致为 486 元/吨, 环比上涨, 主要源于原油价格先行坍塌, 聚丙烯价格预计 2 月 3 日开盘后才有所调整, 预计油制利润将伴随聚丙烯价格下降而缩减; MTO 制 PP 毛利在 578-586 元/吨区间, 较节前基本持平; PDH 制 PP 毛利基本持平。

图 1: PP 各品种价位及价差 (单位: 元/吨)



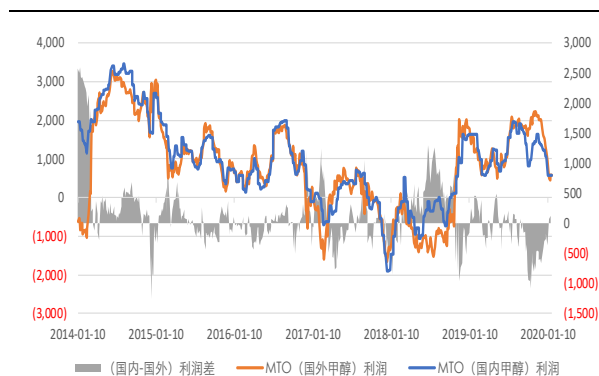
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 油制 PP 毛利及成本 (单位: 元/吨)



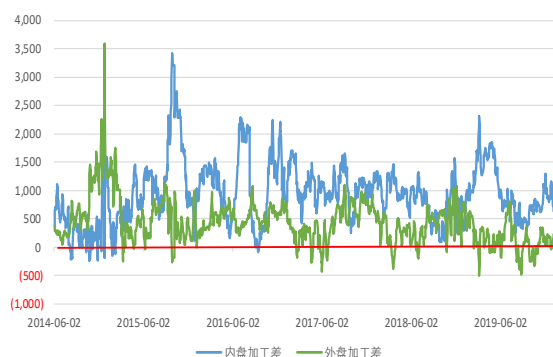
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: MTO 制 PP 毛利 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 聚丙烯内外盘盘面加工差 (单位: 元/吨)

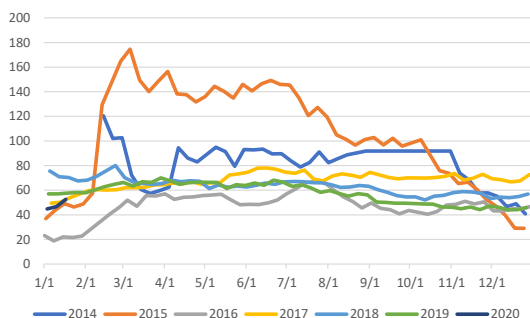


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 库存及开工

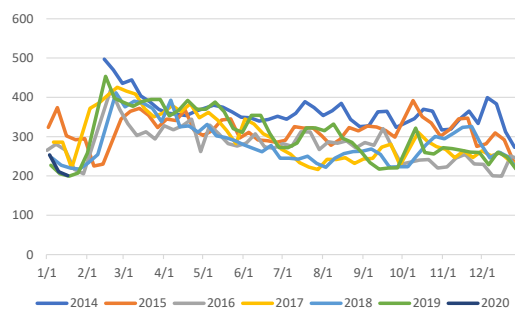
PP 当前两油库存预计累库 50 万吨以上, 环比增 85.48%, 由于疫情原因, 汽运基本停滞, 铁路运输相对正常, 预计中间商出货不畅将导致产业链货源传递困难, 节后预计将大幅累库。PP 节后开工率上涨 2%至 95%, 浙石化、恒力二期 2 线等预计开工, 供应面压力预计继续攀升。

图 5: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



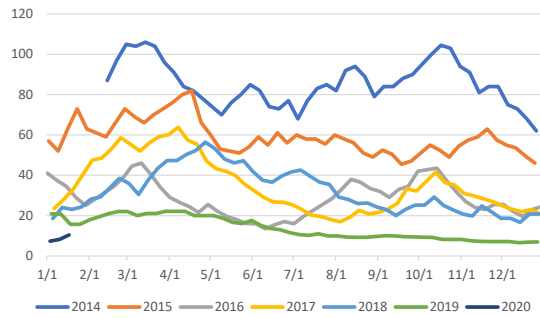
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 6: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



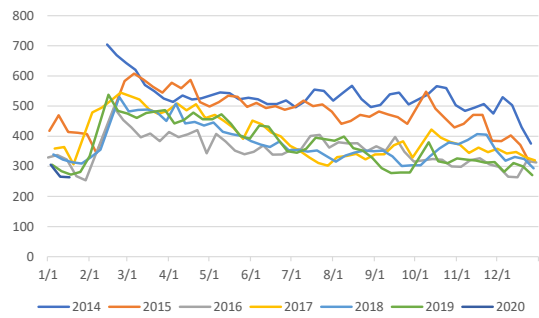
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 7: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 8: 聚丙烯总库存季节图 (单位: kt)

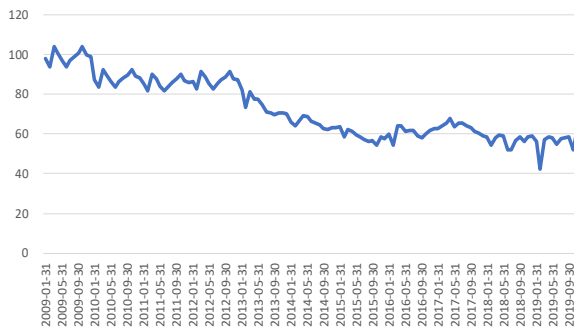


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.3 下游需求

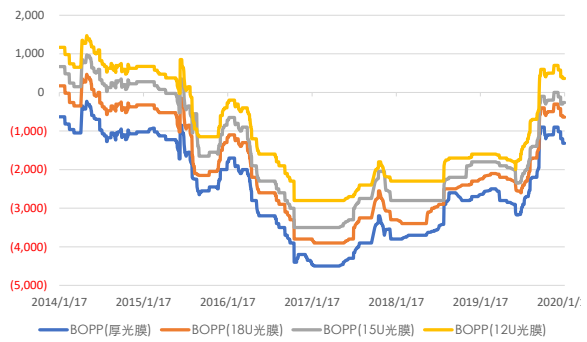
PP 下游呈滑坡式下跌, 库存偏低, 节后返工延迟, 预计需求恢复不及预期, BOPP、管材等主要下游基本处于停工状态, 且 BOPP 节后处于需求淡季, 虽然 PP 短期受纤维级产品 (占比 4-5%) 的需求支撑, 但需求面疲软局势难改。

图 9: BOPP 月度开工率 (单位: %)



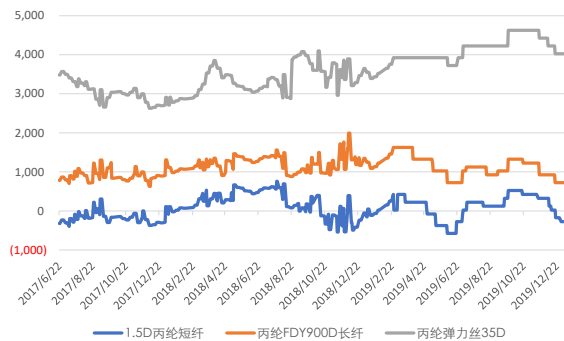
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 10: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



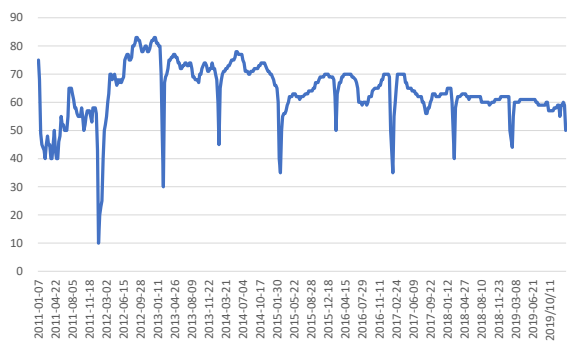
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 11: 丙纶各规格毛利 (单位: 元/吨)



数据来源: 华瑞资讯, 兴证期货研发部

图 12: 塑编周度开工率 (单位: %)



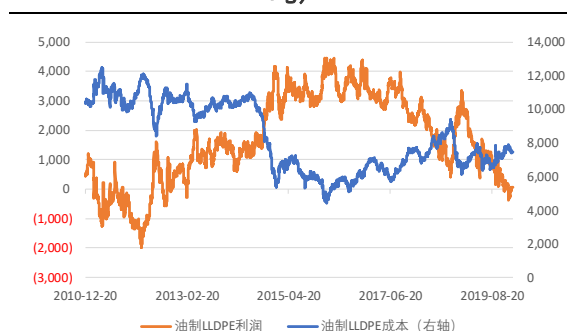
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

4. 聚乙烯现货市场

4.1 价格及利润

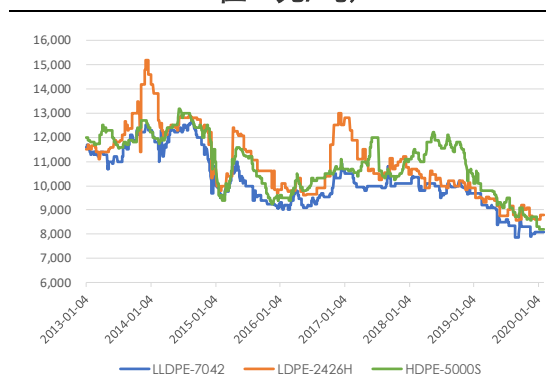
PE 市场由于油价坍塌、供需面走弱，预计首日开盘后将有价格的大幅下调。油制 LLDPE 毛利在 56 元/吨附近，但节后 PE 价格大跌或压缩利润空间；MTO 制 LLDPE 毛利亏损，亏损在 750 元/吨。短期价格及利润均受市场恐慌性情绪及节后返工延迟导致的供需失衡支配，业者需重点关注疫情发展情况及政府应对措施。

图 13: 油制 LLDPE 成本及利润 (单位: 元/吨)



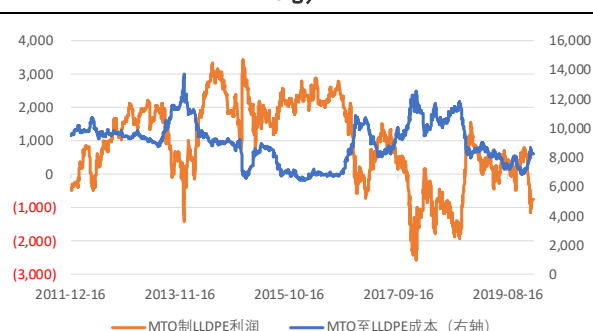
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚乙烯不同规格价格走势 (单位: 元/吨)



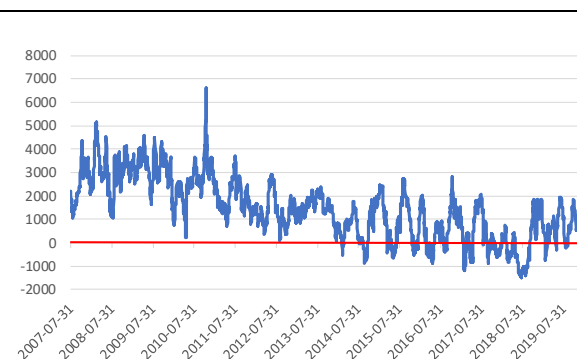
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 14: MTO 制 LLDPE 成本及利润 (单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: 聚乙烯盘面加工差 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.2 库存及开工

PE 方面, 春节期间总产量为 43.7 万吨, 整体高于去年同期, 节内开工率在 91%, 受库存及运输压力影响, 当前煤化工装置存在降负荷情况, 宝丰能源、久泰能源负荷降至 7 成, 两油库存预计累库 50-60 万吨, 供应面压力增大。

图 17: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)

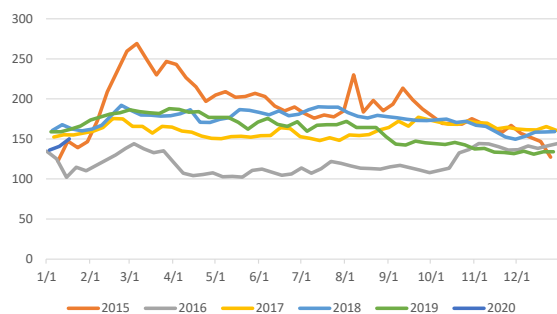
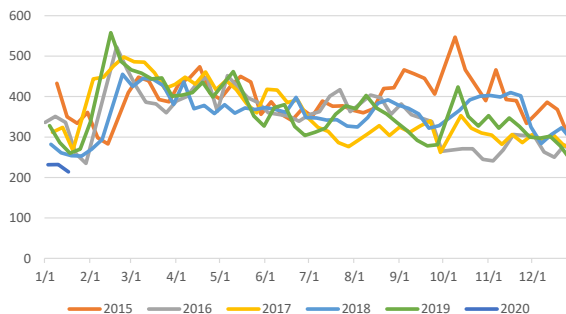


图 18: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 19: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)

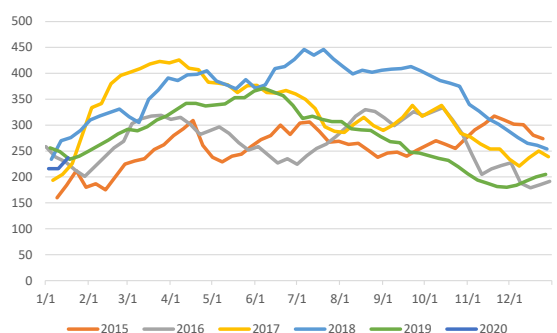
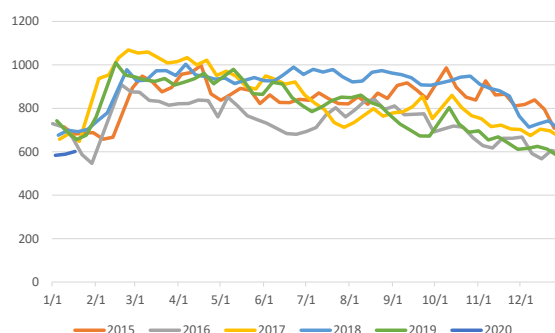


图 20: 聚乙烯总库存季节图 (单位: kt)



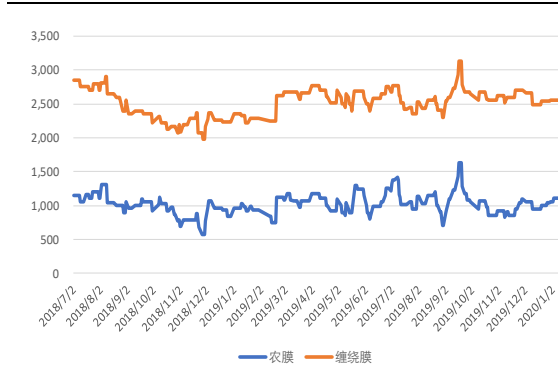
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

4.3 下游需求

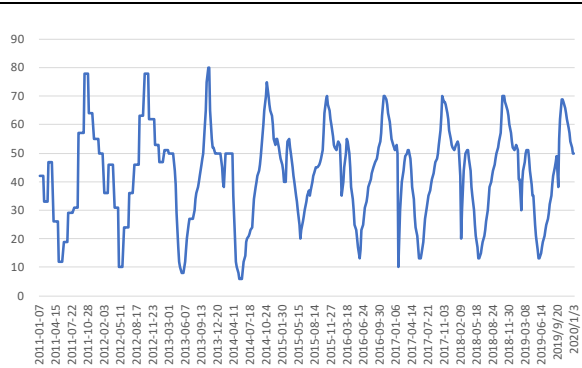
PE 下游农膜开工复苏缓慢, 管材及包装膜企业基本从正月十五元宵节后才陆续开车, 且终端需求行业基本为劳动密集型行业, 由于工人存在疫情缓解后返工意向, 终端需求恢复或至 2 月底-3 月初。

图 21: PE 下游主要产品现金流
(单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 22: 农膜周度开工率 (单位: %)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

5. 后市展望

展望: 聚烯烃板块成本支撑坍塌、低库存局面打破, 下行空间扩大。较往年而言, 今年聚烯烃板块全面进入扩产能状态, 而下游因疫情原因将延迟返工, 库存累积将超预期, 两油库存或累至 110-120 万吨。短期来看, PP 尚有纤维料 (占比 4%) 需求支撑, PE 在下游复工前将弱于 PP; 中长期来看, PE 下游农膜刚性需求将偏强, PP 需求季节性相对不明显, 预计将呈现 PE 强于 PP 局面。而疫情造成的影响仍需观察节后控制情况, 若疫情得以有效控制, 聚烯烃将回归供需基本面弱勢情况, 若疫情继续蔓延, 则去库、运输、进出口、需求都将受到重创, PP、PE 或破年前低位;

上游: 原油支撑坍塌, 随着疫情导致的全球宏观经济放缓, 原油春节内下跌近 10%, 成本支撑不再, 聚烯烃下行空间扩大;

供应: 由于疫情原因, 部分大型厂商目前满负荷或超负荷运行, 如中景石化、延长石油、独山子石化等。且运输情况堪忧, 铁路运输影响不大, 但汽运基本停滞, 对于西北煤化工企业原料运输影响较大, 造成大幅累库现象。预计节内两油库存或累至 110 万吨-120 万吨, 累库或超预期;

需求: 下游需求返工均在 2 月 9 日 24 时以后, 终端需求恢复或迟于预期, 如湖北、温州及太原等地均延迟 2 周-1 个月返工。且下游多为劳动密集型行业, 如 PP 拉丝、注塑下游的日化品行业, 拉丝下游的包装行业; PE 注塑、中空下游的日化品、白家电零件行业, 线性及高压下游对应的各类膜业。在政府规定及工人存在疫情缓解后返工意愿将导致下游需求推迟的情况下, 供过于求局面将加剧, 聚烯烃板块继续下探。

风险提示: 国际宏观经济超预期下滑; 国内运输、制造业投资、消费增速超预期下行; 库存创新高; 节后返工再度延迟; 中国被 WHO 列为疫区国。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。