

供需面边际好转，谨防国际疫情升级

兴证期货·研发中心

2020年3月2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

● 我们的观点

3月聚烯烃板块预计呈宽幅震荡走势，有向上修复可能。供应面缓慢提升负荷，边际供应提升，需求面开工涨2-33个百分点不等，预计3月中下旬需求的增加将提振市场情绪。库存面，当前尚处于累库阶段，但物流已逐步恢复，预计3-4月去库将明显加快。综上，3月供需面将有所好转或带动盘面上涨，但需关注国际疫情爆发程度，避免市场恐慌情绪再次拉跌盘面。

● 我们的逻辑

供应：国内疫情在2月下旬已得到有效控制，上游聚丙烯开工率因前期短修降至82.17%，聚乙烯开工率为86.37%，前期降负装置逐渐恢复，检修装置逐渐减少，供应面边际增强。

需求：下游返工普遍延迟至正月十五以后，当前主要下游恢复至3-5成，预计3月或突破6成。政府推进各项措施保证下游返工复产，中期来看需求端将有所利好。

库存：当前两油库存降至121万吨，较峰值已降低近40万吨，但仍处同期高位；由于物流尚未完全打通，社会库存、港口库存进入累库阶段。预计3月物流恢复程度将达到80%，利好上中游去库，3月下旬库存或回归历史正常区间。

成本利润：2月国际疫情爆发，原油降至1年来低位，甲醇区间震荡，上游成本端走弱；但由于聚烯烃恐慌性抛售导致的价格下跌，当前各途径利润均接近0值，若上游成本端于3月筑底成功，将能够形成较为稳定的下方支撑。

● 策略建议

PP&L：短期观望为主，单边不宜追涨杀跌，跨期可在价差扩大至[-180,-200]区间介入正套。

- **风险因素**

国际宏观经济超预期下滑；物流恢复不及预期；下游接盘能力弱。

1. 行情回顾

1.1 聚丙烯行情回顾

2 月份聚丙烯主力合约跳空低开，月中旬因疫情受控而有所提振，而后回归弱势基本面。期现基差较低，在 30-40 区间。上半月，国内疫情爆发，市场受恐慌情绪引导，低位徘徊；下半月疫情受到控制，资金面炒作市场乐观预期提振期价，后随着资金面止盈离场，期价回归弱势。

图 1：聚丙烯主力合约二月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

1.2 LLDPE 行情回顾

2 月份 LLDPE 主力合约跳空低开，低位盘桓后小幅上扬，期价重心大幅下移，基差在 100-200 区间。上半月国内疫情爆发，业者多持观望态度，期价低位震荡；下半月疫情有所缓和，资金面炒作带来一波上扬，而后止盈离场，期价逐步回落。

图 2：LLDPE 主力合约二月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

2. PP 基本面分析

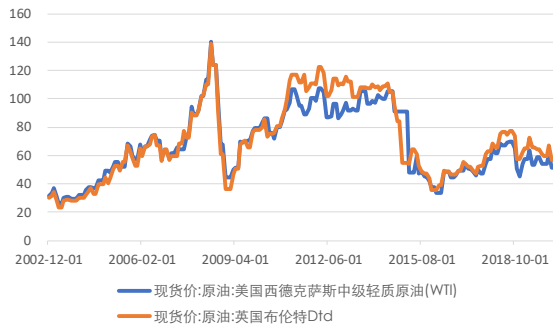
2.1 现货价格及利润

2 月上游 WTI 原油现货收于 44.45 美元/桶，较月初跌 7.11 美元/桶；Brent 原油现货收于 50.49 美元/桶，较月初跌 6.18 美元/桶。甲醇内盘月末均价为 1975 元/吨，较月初下跌 405 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 222 美元/吨，较月初下跌 18 美元/吨。丙烯内盘主流价收于 6000 元/吨，较月初跌 800 元/吨；丙烯外盘主流价收于 790 美元/吨，较月初跌 80 美元/吨。上游原油受国际卫生事件爆发影响大幅下挫，叠加 OPEC+ 深化减产协议利好不及预期，当前呈弱势探底格局；甲醇受油价及弱供需面影响，震荡下跌。成本端重心均有所下移，支撑偏弱。

2 月 PP 粉料和粒料月度价差均值在 -68.5 元/吨，二者走势趋同，价格波动均较大，月内价差不断修复，至月底粉粒料重归正价差，但粉料仍高位承压销售，预计后期降价概率较大；本月（共聚-拉丝）价差缩小至 770 元/吨，拉丝标品受刚需影响，降价偏缓，注塑下游白家电、零部件等均处于相对淡季，注塑需求不及拉丝。

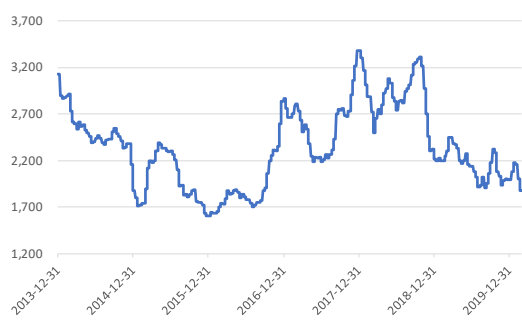
油制聚丙烯利润为 -513 元/吨，较上月降低了近 530 元/吨，主因是疫情导致月内聚丙烯价格大幅下调；MTO 制 PP 毛利在 310-386 元/吨区间，均有所下调；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面资金流在 917 元/吨，减去 500-800 元加工费，就资金流方面而言聚丙烯基本无下调空间。成本利润方面 3 月需重点关注国际卫生事件是否持续升级，若事件继续升级，则上游成本端将继续走弱，在聚丙烯价格相对偏稳的情况下，期价下调空间将有所扩大。

图 3：原油现货价（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 4：国内甲醇市价（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：进口甲醇价格（单位：元/吨）



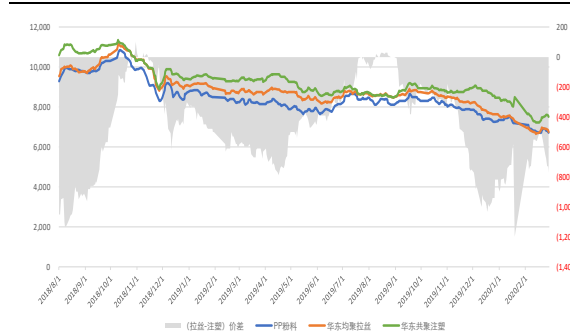
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：国内外丙烯市场价



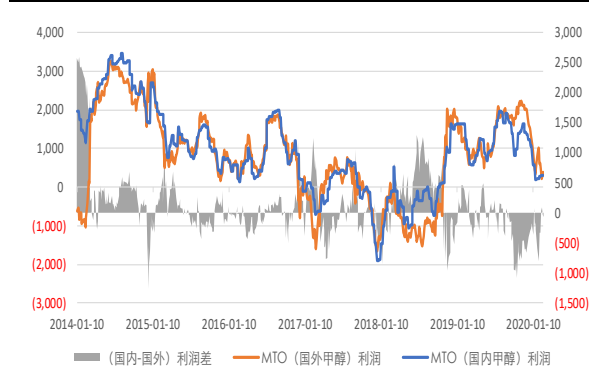
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7: PP 各品种价位及价差 (单位: 元/吨)



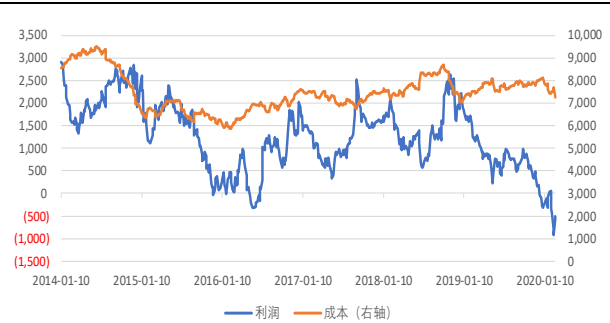
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 9: MTO 制 PP 毛利 (单位: 元/吨)



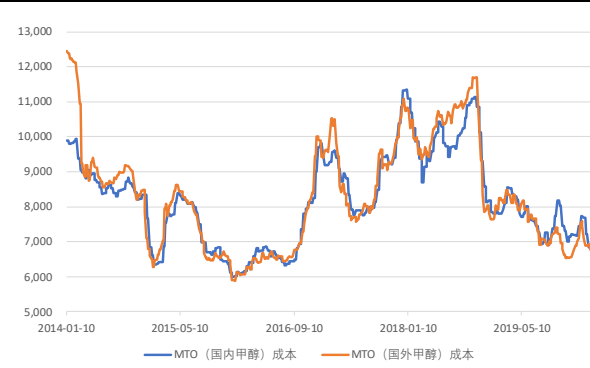
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8: 油制 PP 毛利及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 10: MTO 制 PP 成本 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

2.2 供应方面

截至 2 月底, 聚丙烯月度开工率为 82.17%, 环比降 12.63%。上中游库存方面, 截至 2 月末, 聚丙烯社会库存环比上涨 14.20%; 石化库存环比上涨 96.92%; 港口库存环比上涨 49.64%。本月初疫情爆发导致库存高企、物流几近停滞, 倒逼上游降负短修, 月中下旬疫情相对好转, 上游企业逐步恢复供应, 库存高企格局难改, 预计在 3 月国内疫情将逐步受控, 边际供应提升, 高库存局面在 3 月下旬-4 月可得以纾解。

进口量方面, 海关总署改革至季度更新, 1 月、2 月货物贸易进出口数据将于 3 月同时发布, 届时将在 4 月月报中合并更新, 特此说明。预计由于国际疫情爆发, 1、2 月进口量将有所缩减, 特别是韩国高端专用料进口 (仅 7 万吨/年), 利好国内供应过剩局面。

图 11: 聚丙烯月度产量变化

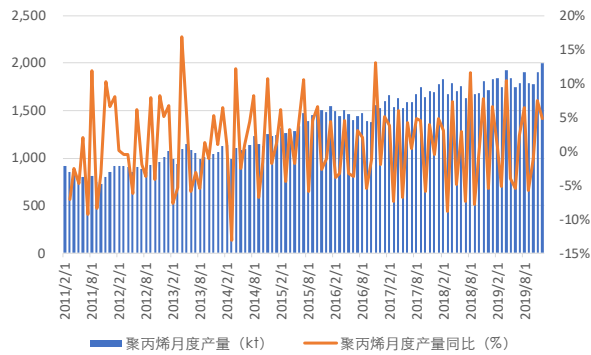
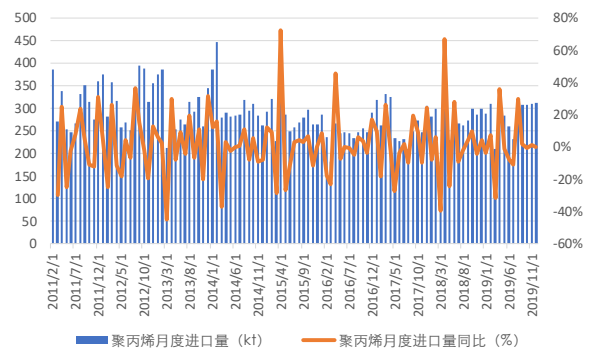


图 12: 聚丙烯月度进口量



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)

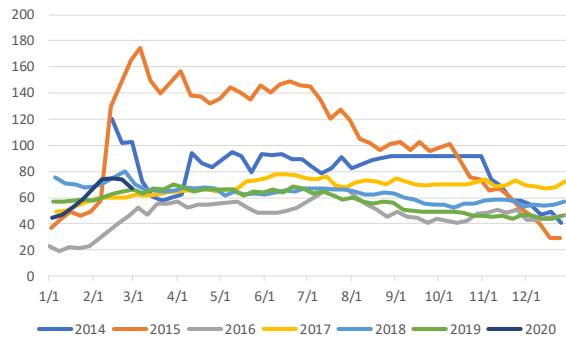
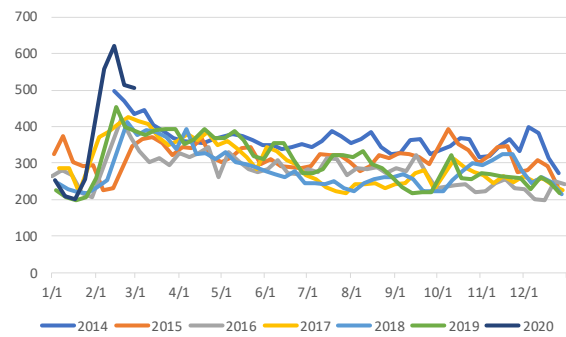


图 14: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)

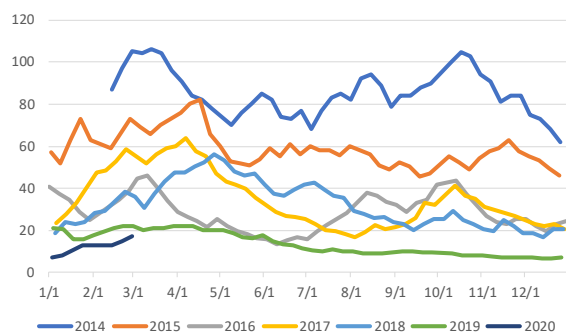
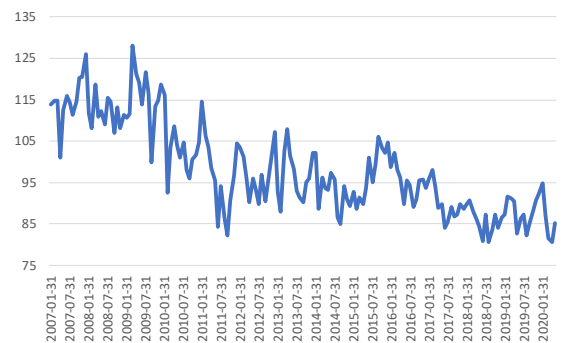


图 16: PP 开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

值得注意的是, 从口罩方面来看, 根据返工情况, 3 月返工达到峰值时最高日口罩需求可达到 3 亿只, 其中 N95 口罩需求大约在 5800 万只。口罩所需聚丙烯原料为高熔指纤维料和熔喷料, 就纤维料来看, 1 吨高熔指纤维聚丙烯约可制成一次性外科口罩 90 万至 100 万只或 N95 口罩 20 万至 25 万只, 若根据峰值, 所需聚丙烯约在 532 吨/天, 而当前纤维料产能达 7 万吨/天, 需求仅占产能的 0.76%; 就熔喷料来看, 1 吨熔喷料可生产近 20-25 万只口罩, 目前国内有 11 家企业可生产熔喷料, 已复产的企业总产能在 939 吨/天左右, 仅可生产近 1.8 亿只口罩, 熔喷料

不足为当前口罩产业痛点之一。同时人力不足、配件（鼻梁条）缺乏、物流不畅等问题仍为口罩生产方面瓶颈，预计在3月中旬左右能得以缓解。

表 1: 聚丙烯 2 月装置动态表格

类别	企业名称	装置地址	涉及产能	停车时间	开启时间
新装置	利和知信一期	沧州	30		投产延后
新装置	浙江石化 2#	舟山	45		5-6 成负荷
新装置	恒力二期 2#	大连	20		9 成负荷
合计			95		
占全部产能 比重			3.79%		
短停重启	徐州海天	徐州	20	2020.2.1	2020.2.18
短停重启	绍兴三圆 1#	绍兴	20	2020.2.4	2020.2.20
短停重启	台塑宁波	宁波	45	2020.2.15	2020.2.27
合计			85		
占全部产能 比重			3.39%		
临时短停	延安炼厂老线	延安	10	2020.2.4	/
临时短停	福建联合 1#	福建	12	2020.2.6	2020.3.1
大修	北海炼厂	北海	20	2020.2.12	/
大修	钦州石化	钦州	20	2020.2.9	2020.3.30
停车检修	宁波富德	宁波	40	2020.2.18	2020.3.4
合计			102		
占全部产能 比重			4.07%		

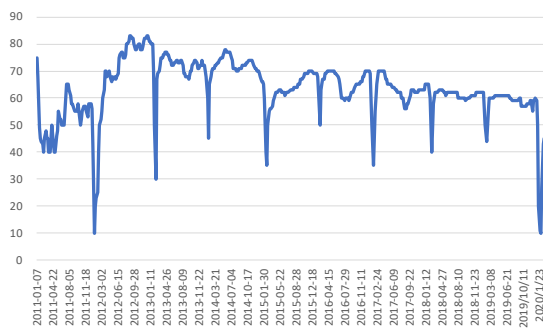
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

截至 3 月初，国内聚丙烯新装置预计增加 2 条，旧装置月内重启 3 条，月内检修损失量约为 34.60 万吨，环比增加 195%。2 月上旬疫情大规模爆发，除口罩等医用所需聚丙烯纤维料、透明料（占比 4%）以外，其余货源全面累积，厂商短修较多，2 月中下旬疫情好转，新产能逐步上场，新增福建联合 1#、宁波富德、钦州石化计划 3 月复产，预计 3 月供应压力逐步增大。

2.3 需求方面

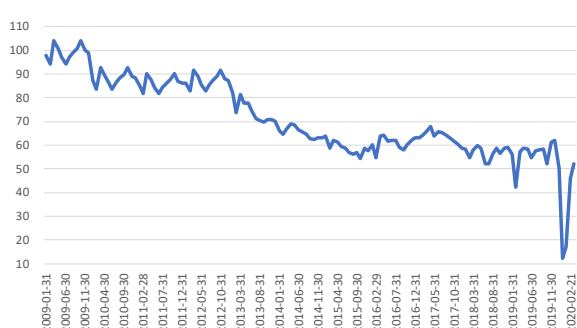
下游塑编行业月末开工率为 45%，环比上涨 13%，厂商负荷逐步提升，虽然 2 月塑编 1 次性寻求难以补回，但后续加快开工当利好需求面；2 月 BOPP 膜厂开工率为 52%，月内小涨 1%，开工厂商负荷在 5 成，但 3-4 月为 BOPP 需求淡季，且膜厂当前库存偏高，BOPP 方面难以形成支撑。根据当前物流、下游恢复情况，3 月上中旬需求难有好转，下旬开工率预计升至 6-7 成，边际需求相对偏暖。

图 17: 塑料塑编行业周度开工率 (%)



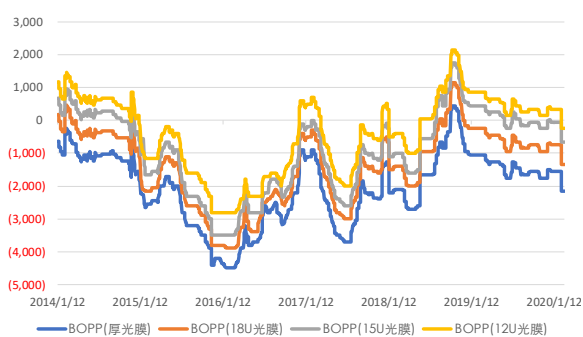
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 18: BOPP 开工率 (%)



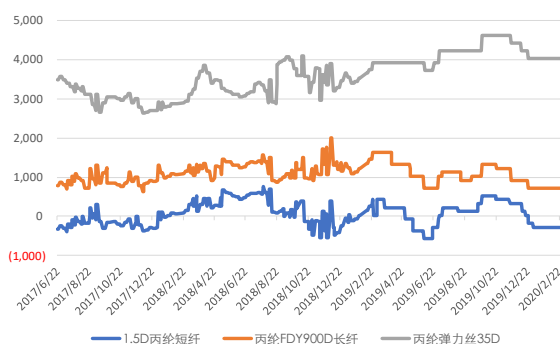
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 19: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: 丙纶各规格毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: 华瑞资讯, 兴证期货研发部

3. PE 基本面分析

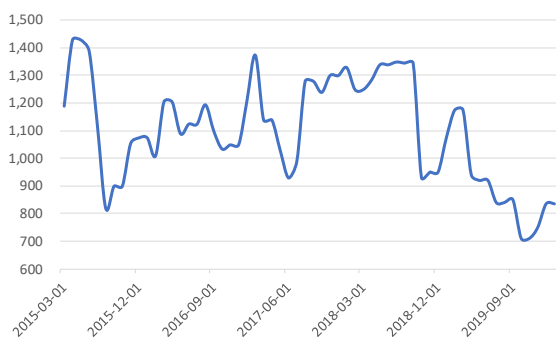
3.1 现货价格及利润

2 月乙烯 CFR 东北亚现货价收于 700 美元/吨, 较月初下跌 134 美元/吨。

聚乙烯整体现货市场呈随期价调整, 2 月上旬厂商、贸易商基本处于有价无市的状态, 在月中旬后期价小幅上行, 贸易商、下游地膜恢复及部分投机性需求抄底现货, 带动价格小幅反弹, 后伴随期价回落, 现货价格再次下跌。1 月 LLDPE 现货月均价为 7042-7065 元/吨, 环比跌 300 元/吨; LDPE 月均 7579-7607 元/吨, 环比跌 400-500 元/吨; HDPE 各品种跌幅不等, HDPE 拉丝料月均价在 7381-7825 元/吨, 环比跌 200-500 元/吨, HDPE 膜料均价在 7158-7639 元/吨, 环比跌 300-400 元/吨, HDPE 注塑均价在 6847-7065 元/吨, 环比跌 200 元/吨。2 月疫情爆发, 下游农膜、功能膜等均为劳动密集型行业, 当前开工率极低, 上中游均降价抛货。

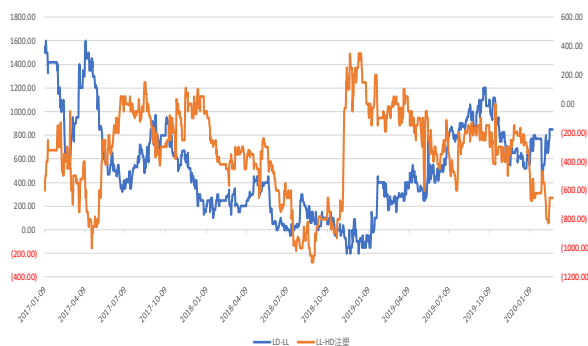
截至 2 月底, 煤制 PE 方面, 甲醇、PE 现货价均大幅走低, 煤制利润毛利亏损状态略有好转, 亏损在 40 元/吨左右。同时 2 月油价受国际公共卫生事件爆发影响大幅下跌, 而国内 PE 价格下跌幅度不及原油, 油制 PE 利润恢复至 600-800 元/吨左右。若国际疫情继续发酵, PE 利润空间将有所增大。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



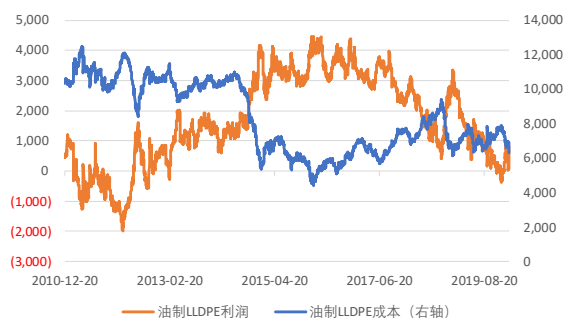
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同品种价差 (单位: 元/吨)



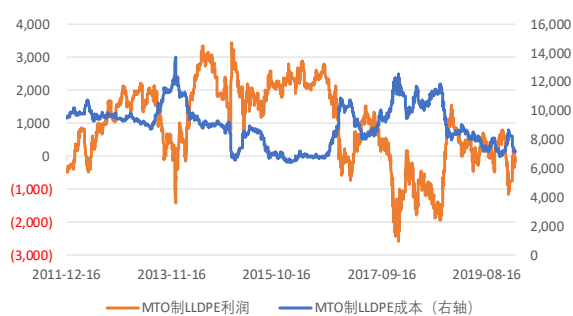
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: LLDPE 油制利润及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 24: MTO 制 LLDPE 利润及成本 (单位: 元/吨)

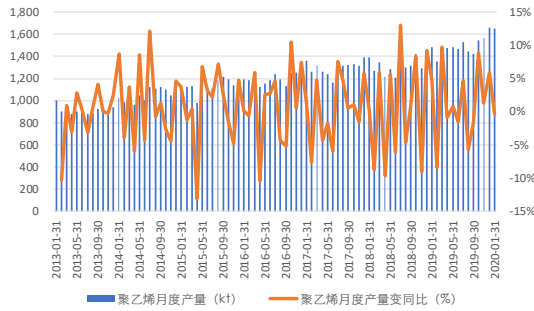


资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2 供应方面

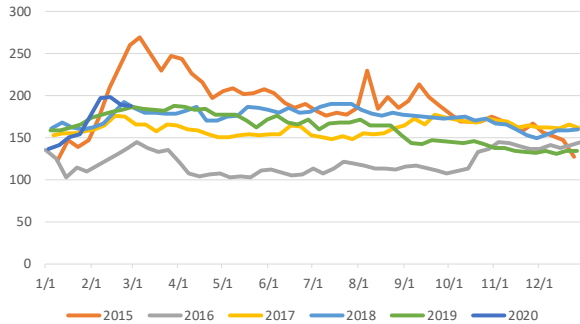
截至 2 月底, 聚乙烯月度开工率为 86.37%, 环比降 4.82%, 主因是 2 月疫情爆发导致胀库现象, 倒逼上游降负。库存方面, 2 月初下游整体开工率处于 10 年来低位, 仅零星接单, 各类库存急剧上涨。聚乙烯 2 月末社会库存环比上涨 21.31%; 石化库存环比上升 113.92%; 港口库存环比上涨 21.57%。预计 3 月中下旬伴随物流打通及政府各项扶持政策, 上游开工率将逐步回升。进口方面, 伊朗疫情爆发, 根据消息面, 伊朗并未采取封港措施, 但部分到港货源将会延迟, 进口量减少有利于缓解当前供给宽松局面, 利好聚乙烯板块。

图 25: 聚乙烯月度产量及变化



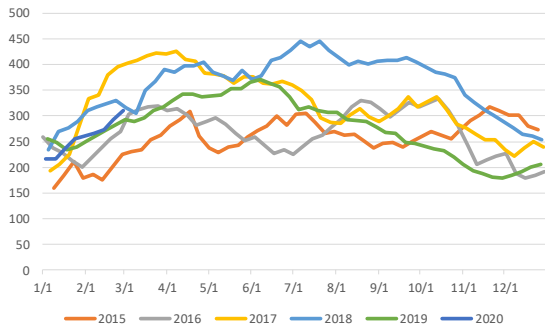
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



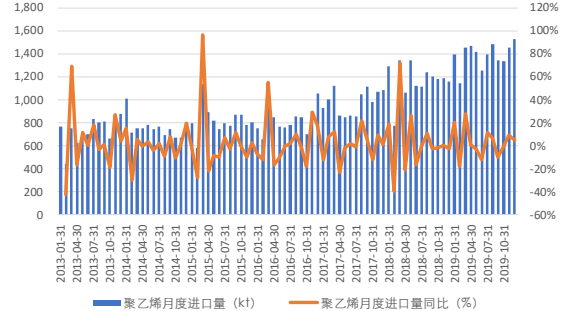
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 29: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)



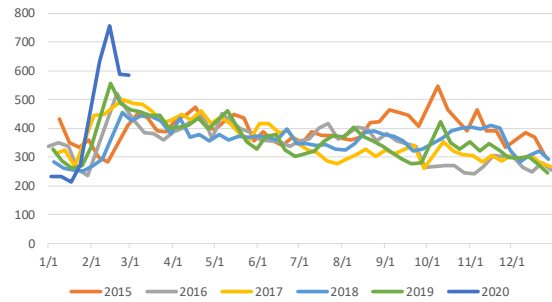
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



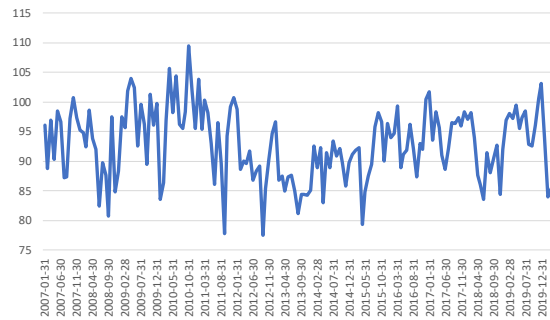
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 30: PE 开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 2: 聚乙烯 2 月装置动态表格

石化厂	装置	产能 (万吨)	动态
浙江石化	舟山	75	已放量, 负荷六成
茂名石化	1#LDPE	11	已复产
兰州石化	HDPE 一线	8.5	已复产
中天合创	釜式法 LDPE	12	已复产
扬子石化	HDPE	27	已复产
合计		133.5	

占全部产能比重		6.56%	
上海石化	1#2LDPE	5.5	重启不定
扬子巴斯夫	LDPE	20	重启不定
合计		25.5	
占全部产能比重		1.25%	

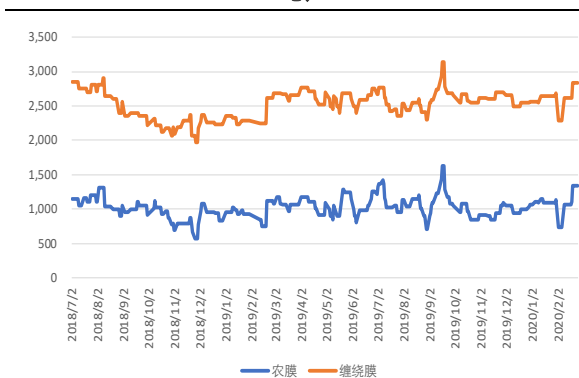
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

2月聚乙烯检修损失量大致为4.6万吨，环比减少0.2万吨。2月疫情大规模爆发，原定1-2月放量的浙石化2线、恒力二期2线均有延迟，且为降低供应端压力，部分聚乙烯厂商降负至7-8成，本月检修量较少，预计3月供应量将继续上升。

3.3 需求方面

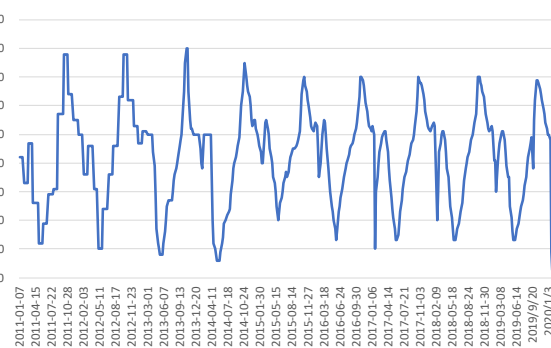
2月聚乙烯下游开工率缓慢攀升。从农膜来看，开工率上涨至30%，环比上月上漲27.3%，由于疫情已逐步得到控制，包装膜、薄膜、中空及塑料开工率均上涨5-30个百分点，主流开工率恢复至5成。目前期价小幅走强，工厂开工率不断攀升，物流恢复至80%左右，下游厂商适量补仓。预计3月下游需求将好于预期，地膜进入需求旺季，大部分开工企业多维持高位开机，实际需求将持续好转。

图 31: PE 下游主要产品资金流 (单位: 元/吨)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 32: 农膜周度开工率 (单位: %)



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

4. 总结

供应：国内疫情在2月下旬已得到有效控制，上游聚丙烯开工率因前期短修降至82.17%，聚乙烯开工率为86.37%，前期降负装置逐渐恢复，检修装置逐渐减少，供应面边际增强。

需求：下游返工普遍延迟至正月十五以后，当前主要下游恢复至3-5成，预计3月或突破6成。政府推进各项措施保证下游返工复产，中期来看需求端将有所利好。

库存：当前两油库存降至121万吨，较峰值已降低近40万吨，但仍处同期高位；由于物流尚未完全打通，社会库存、港口库存进入累库阶段。预计3月物流恢复程度将达到80%，利好上中游去库，3月下旬库存或回归历史正常区间。

成本利润：2月国际疫情爆发，原油降至1年来低位，甲醇区间震荡，上游成本端走弱；但由于聚烯烃恐慌性抛售导致的价格下跌，当前各途径利润均接近0值，若上游成本端于3月筑

底成功，将能够形成较为稳定的下方支撑。

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。