

## 上行空间有限，静待下行拐点——

# 聚烯烃山东调研纪要

2020年8月4日 星期二

兴证期货·研发中心  
能化研究团队

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

### 内容提要

#### ● 我们的观点

整体来看，聚烯烃产业链的各个环节参与者大多对接下来的市场前景持谨慎态度，业者较为广泛的观点认为，聚烯烃价格下半年的高点已经出现，很难出现新的大涨行情。且当前现货高价局面已严重影响下游接货积极性，现货大幅下调或库存急速累积将开启聚烯烃下行通道，需静待时机。

#### ● 我们的逻辑

1. **石化厂家积极对冲风险，对后市态度谨慎：**山东大型石化厂商多积极对冲现货风险敞口，体现业者对后市跌价风险的担忧。
2. **贸易商保留低风险敞口，后续抛压增大：**石化厂的代理商们同样认可后市风险大于机遇的判断，因此普遍只愿意保留低风险敞口，大多以促销销售为主，甚至在开单之前就进行预售，以避免跌价风险。但随着8月检修逐步结束、新产能上场和下游需求不振，贸易商分销任务或将加重。
3. **终端原料库存饱和：**终端厂商多于二季度大量抄底，原料饱和，部分终端厂商提前进行生产加工，产成品库存足够满足三季度需求，因此终端高价抵触，静待期现回调。

## 报告目录

1. 调研背景 .....	3
2. 调研结论及后市预判 .....	4
2.1 上游石化厂家积极对冲风险，对后市态度谨慎 .....	4
2.2 中游贸易商保留低风险敞口，贸易格局日益艰难 .....	4
2.3 下游终端原料库存饱和 .....	5
2.4 聚烯烃调研总结 .....	5
3. 调研实录 .....	5
企业 1：某特大型国企化工销售有限公司 .....	5
企业 2：北京某集团淄博分公司 .....	6
企业 3：齐鲁国际塑化城中石化 3A 级代理商 .....	7
企业 4：山东塑料制品大型终端工厂 .....	8
企业 5：山东某大棚膜生产企业 .....	9

## 图目录

图 1：聚烯烃上半年期货行情走势图 .....	3
图 2：华北聚烯烃终端产品以内销为主 .....	3
图 3：石化厂各途径制聚烯烃利润（元/吨） .....	4
图 4：聚烯烃社会库存 .....	4
图 5：企业 2 仓库 .....	7
图 6：企业 4 车间 .....	9
图 7：企业 5 仓库 .....	10

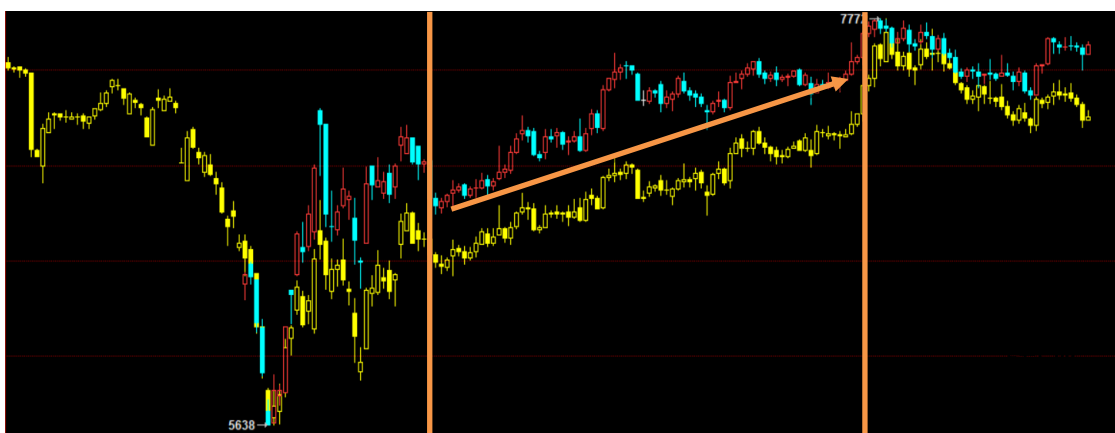
## 表目录

表 1：企业 1 现状 .....	5
表 2：企业 2 现状 .....	6
表 3：企业 3 现状 .....	7
表 4：企业 4 现状 .....	8
表 5：企业 5 现状 .....	9

## 1. 调研背景

2020 年上半年公共卫生事件影响颇高，且地缘政治摩擦频繁，如中美贸易战、美伊制裁、中印矛盾等，均对大宗商品市场产生巨大影响，并造成全球经济的衰退。但是在 5 月-7 月，当聚烯烃医疗用品炒作热潮结束后，PP 及 L 期货依然在上游检修利好、下游疲软利空、上中下游库存大起大落等多空因素交织下走出了震荡上行的良好走势，甚至在 7 月初达到了年内高位。

图1：聚烯烃上半年期货行情走势图

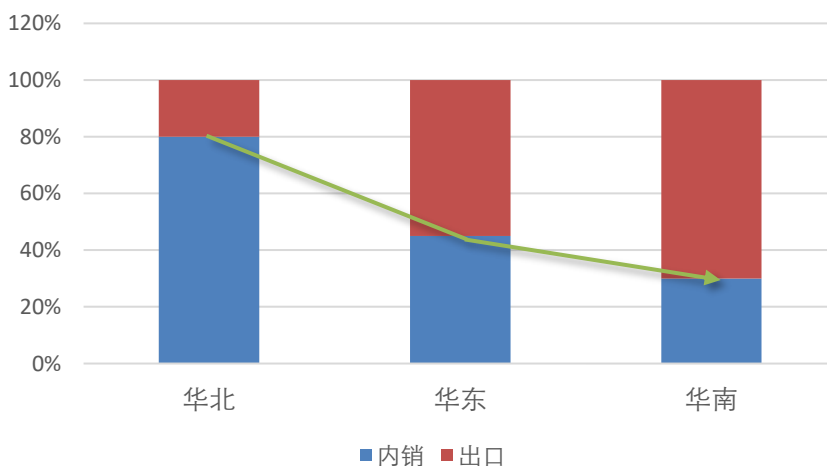


数据来源：兴证期货研发部

本次调研集中于山东。相对华东、华南聚烯烃终端产品出口占比可达 43%-45%而言，华北聚烯烃产业链的特殊点为以内销为主，终端产品内销比例高达 80%以上，使得该地区聚烯烃产业链受国际宏观事件影响较小，能够相对准确地反映国内真实内需现状，值得我部走访调研。

同时华东等地前期我部已进行过实地调研，并撰写了《[聚烯烃估值偏高，后续推涨力度不足](#)》调研报告，从期价走势图可看出本报告的后市研判基本符合期货走势。

图2：华北聚烯烃终端产品以内销为主



数据来源：兴证期货研发部

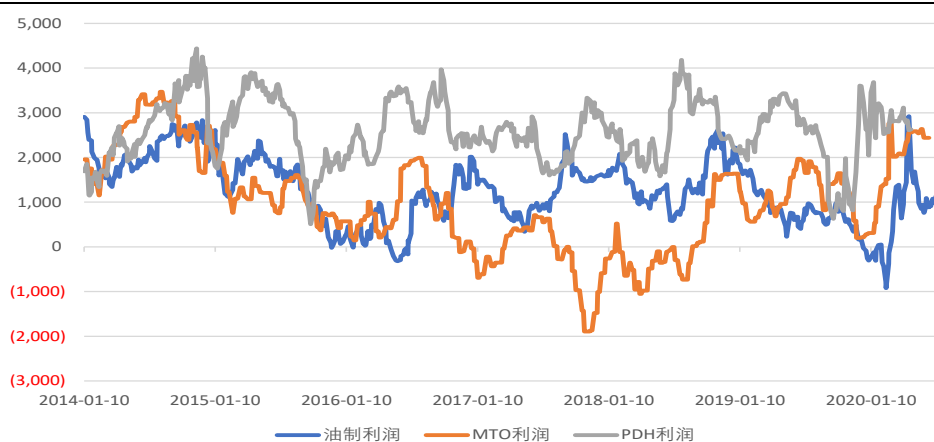
## 2. 调研结论及后市预判

### 2.1 上游石化厂家积极对冲风险，对后市态度谨慎

山东大型石化厂商基本对冲了大多数风险敞口，在稳定正收益的同时也体现其对后市跌价的担忧。

5-7月，石化厂根据自身的经营状态，结合了对于后期装置检修减少、新增投产装置增加的预期，普遍积极去库。并且在当前价格还处于年内偏高位置之时，应销尽销，以取得利润的最大化，并尽量避免接下来供应增加可能导致的跌价风险。同时，此举也可看出石化厂对于后市期现价格是较为悲观的，厂商重点关注中美关系波动、新产能是否能顺利上场及终端在库存饱和和下的后续需求，并将灵活调整策略以对冲风险。

图3：石化厂各途径制聚烯烃利润（元/吨）

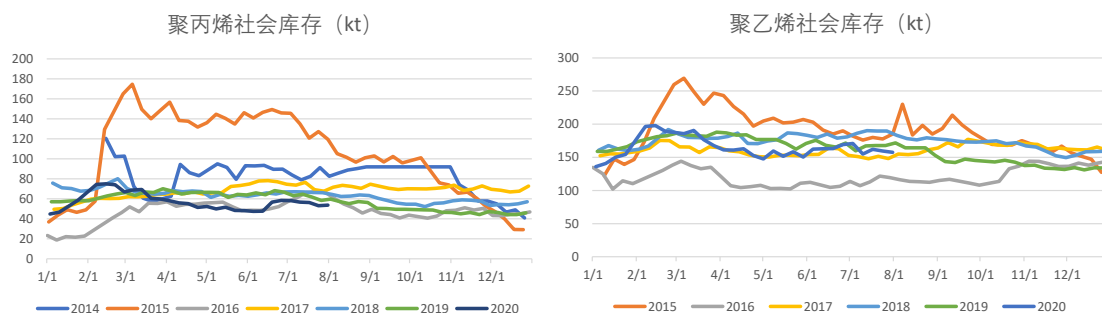


数据来源：Wind，兴证期货研发部

### 2.2 中游贸易商保留低风险敞口，贸易格局日益艰难

石化厂的代理商们同样认可后市风险大于机遇的判断，因此普遍只愿意保留低风险敞口，5-7月大多是开单即促销，甚至在开单之前就进行预售，以避免跌价风险。但随着8月检修逐步结束和新产能上场，贸易商分销任务或将加重，下游萎靡也将增加贸易商抛压，聚烯烃的贸易格局在变得更为艰难。

图4：聚烯烃社会库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

因此，短期来看贸易商库存并不高，但后续产能的恢复必将逐渐改变贸易商低库存局面，预计8月中下旬-9月或迎来库存拐点。而鉴于石化厂分销任务的固定，以及面对上半年石化厂

提供的报价不具备竞争力的现状，部分代理商已经有意向退出代理序列，放弃石化厂给予的返利，而在今后采取更加灵活的拿货方式。

### 2.3 下游终端原料库存饱和

对于终端来说，在第二季度之时低价抄底原料的工厂，当前大多有较高的原料库存，能够满足三季度的产销需要，年内利润已有保障，对于高价原料补库的意愿非常低，以避免盈利变亏损的可能；也有终端在第二季度之时已经将低价原料加工成了成品，目前原料库存虽然不高，但终端制品库存偏高，因此其机器的开工负荷极低，低于往年 20% 以上的现象较多，唯有当产品库存消耗完成后，才会考虑新一轮原料备货。

因此终端工厂对于当前的价格较为抵触，需求的低迷，也是导致各方对于聚烯烃市场偏看空的重要因素。

### 2.4 聚烯烃调研总结

整体来看，聚烯烃产业链的各个环节参与者大多都对接下来的市场前景持谨慎态度，业者较为广泛的观点认为，聚烯烃价格下半年的高点已经出现，很难出现新的大幅上涨行情。除非市场发生更大的不可预知的变化，例如原油价格从当前上涨至 60 以上，使得聚烯烃由于成本端的上升而导致市场被动上涨，或者多头借显性库存低这一强现实局面短期强行拉高。

因此上游偏向于当前抓紧销售，避免跌价损失；下游终端偏向于当前谨慎采购，等待回调后少量补库。往年 7 月底开始，华北地区的需求已经开始全面好转，但今年表现得较差，旺季不旺的担忧正在变成现实，期价回调的压力有所抬升，现货大幅下调或库存急速累积将开启聚烯烃的下行通道，仍需静待时机。

## 3. 调研实录

### 企业 1: 某特大型国企化工销售有限公司

**企业概况:** 该企业隶属于我国特大型石油石化企业集团，主要业务为销售化工产品、仓储服务、贸易进出口、技术进出口及代理进出口，在华北地区销售商中影响力巨大，且具有完善的期现分析、风险管理系统。据其聚烯烃相关工作人员介绍，上半年华北地区营业部在聚烯烃方面经营成果尚可。全年的计划量达 80 万以上，其中传统销量 60 余万吨，自营销量 10 余万吨。

表1: 企业 1 现状

项目	状态
销售情况	上半年的计划量基本完成，内销比例占约 80%-90%
库存	目前其华北的聚烯烃产品库存水平在总库容 50% 左右，预计 8-9 月库存水平将上涨至 70%-80%
盈利现状	该企业在竞争激烈的通用料产品上缺乏价格优势，因此只能通过生产专用料以避免通用料的竞争压力。但此类专用料仅占下游总需求 9%-11%，且受制于装置的规模较小与老化，无法为企业经营缓解压力，盈利较往年有所萎缩
销售预期	对于 8 月份的销售预测，企业观点偏保守，据该企业销售负责人表示，后续销售面临极大挑战，或仅能完成往

	年 60%-70% 指标
未来预判	偏悲观。上半年聚烯烃价格低位时终端工厂大量抄底，原材料及产成品库存足够 8-9 月使用及销售，或将导致三季度需求旺季较往年缩水，出现“旺季不旺”的现象。且终端订单在全球经济衰退、中美贸易摩擦及疫情冲击下大量被砍，导致终端方面的接货动力较弱，甚至会影响到旺季的需求表现，进一步导致聚烯烃期现价格下调，后市前景堪忧。

资料来源：兴证期货研发部

## 企业 2：北京某集团淄博分公司

**企业概况：**该集团是全国排行前列的大型聚烯烃贸易商及生产商，聚烯烃贸易量达 180 万吨/年。企业目前在全国多地设有分公司，业务涵盖的地域极广，**该集团在生产及销售国产货方面享有绝对优势。**

表2：企业 2 现状

项目	状态
经营情况	据集团分析师 A 经理介绍，集团的经营情况以稳健为主，目前其风险敞口极小，持有头寸基本都拥有对冲
库存	整体来看，其库存水平基本维持在 30,000 吨上下，波动范围极小，此库存水平对于该超大型贸易商/生产商来说风险不高
盈利现状	盈利稳定，但后市价格重心大概率下行，盈利或有所下降
销售预期	该集团仍将坚持稳健的策略，当低价货源出现时将补充库存并采取预售政策
未来预判	该企业认为，下半年聚烯烃交易风险仍然偏大，行情变量较多（新产能上场、政策变化、地缘政治摩擦），库存累积及下游旺季不旺或成下半年常态。 <b>该企业重点关注中美关系波动影响，在全球经济下滑情况下企业预计下半年内需、出口均将承压。</b>

资料来源：兴证期货研发部



图5：企业 2 仓库



资料来源：兴证期货研发部

### 企业 3：齐鲁国际塑化城中石化 3A 级代理商

**企业概况：**齐鲁国际塑化城云集了较多的化工从业者，从聚烯烃到液体化工都有较多的实体企业存在，尤其是聚烯烃方面有数家较有实力的贸易商立足于此。本次调研拜访了该塑化城 3A 级代理企业。

表3：企业 3 现状

项目	状态
开单量	2019 年以及之前的年份里其单月开单量可达 3000-4000 吨；2020 年保持 50%开单量，任务压力大
库存	整体库存水平不足千吨，较往年萎缩 50%
盈利现状	2019 年及之前整体利润为正，并可从中石化得到 50 元/吨返利；2020 年行情巨幅波动，上半年单吨亏损额达数百至上千元
销售预期	预放弃 3A 级代理地位，灵活调整企业开单任务，减少亏损
未来预判	偏悲观。国内聚烯烃的价格水平处于估值高位，对于贸易商与终端工厂来说，在大多数的原料价格偏高的机会下，市场很难出现盈利机会。不仅囤货的风险较大，终端的需求也偏低迷，企业认为第二季度的快速反弹上涨，透支了整个产业链的购买力，导致下半年的市场让参与

者只敢观望而难以寻找合适的介入时机，聚烯烃方面的贸易局势正在变得更加艰难。

资料来源：兴证期货研发部

### 企业 4：山东塑料制品大型终端工厂

**企业概况：**集团下属的塑料制品工厂包括塑编、FFS 重包装膜、大棚膜等，覆盖范围较广，从业人员共有 800 人以上，占地面积超过 160 亩。

表4：企业 4 现状

项目	状态
企业现状	当前整个集团在塑料制品方面的订单、开工情况均较为惨淡，而原料价格高企更是给终端的生产经营带来了极大的压力
库存	原料库存在半个月左右，产成品库存较低，随产随卖
盈利现状	<ul style="list-style-type: none"> <li>宏观层面来说，货币政策极度宽松，三季度后若政策刹车，这将冲击整个终端产业（汽车、家电等）资金状况和采购积极性，进而导致聚烯烃价格回调</li> <li>若原料价格继续维持高位，则工厂在当前的原料价格下，几乎无利可图</li> <li>分类来看，FFS 重包装膜的月产量约在 100 吨左右，受近期原料价格高企的影响，基本处于盈亏线，<b>很难产生正向效益</b>；大棚膜成品膜的价格从 8000 附近到 12000 以上不等，低端的膜料因当前的原料价格较高，<b>基本无利可图</b>；PO 膜相对来说有<b>较好的利润空间，最高可达 500-800 元/吨的利润</b></li> </ul>
生产状态及原料需求	<ul style="list-style-type: none"> <li>从各产品线来看，目前其<b>塑编的需求相对较差</b>，共 4 台自有机器，目前仅 1 台在全力在产，开工负荷仅 25%，塑编方面目前月聚丙烯原料需求量仅 400-500 吨</li> <li><b>包装袋销售对标各大生产稳定的石化厂</b>，因此机器基本满负荷运行</li> <li>FFS 膜的机器开工负荷尚可，下游订单相对较为充足。若安徽等地部分竞争对手的崛起，可能会导致终端的加工能力过剩及恶性竞争</li> <li>大棚膜生产方面，主要原料是熔指 1 的 LLDPE 与熔指 0.3 的重包 LDPE，在流失了部分出口订单之后，2020 年总订单量仅约 4000 吨，较去年同期萎缩了约 2000 吨，订单方向是日韩；2020 年负荷为往年 50%，</li> </ul>



	每月只有满负荷 20 天订单（偏低），原料为前期抄底聚烯烃 1500 吨以上，覆盖 40% 当前订单
补货预期	当前原料补货意愿严重不足，企业静待原料价格回调后酌情补库
未来预判	对聚烯烃期现价格回调较有信心，若原料显著回调，企业将开启下一阶段备货和生产，反之则维持现状

资料来源：兴证期货研发部

图6：企业 4 车间



资料来源：兴证期货研发部

### 企业 5：山东某大棚膜生产企业

**企业概况：**该企业作为专门的大棚膜生产企业，共有 8 台机器，年加工能力在万吨级以上，但近年从未有过高负荷开工的年份——尤其是最近两年，**受到所在地临淄地区环保核查更加严格的情况下，其加工量仅剩下 6000 余吨**，更多的订单流失到了隔壁环保政策较为宽松的青州市。

表5：企业 5 现状

项目	状态
原料需求	企业的主要需求为熔指 1 的 LLDPE 与熔指 0.3 的重包 LDPE，不含税的话熔指 1 的 LLDPE 价格在 6500 附近，0.3 熔指重包 LDPE 在 7900 附近，均属于偏高水平，企业难以承担高价货源，对原料需求有限
库存	当前产成品库存较高，而终端的需求能力较差，因此其有近千吨的成品在库，远多于其原料库存

<p>盈利现状</p>	<p>最普通的大棚膜加工费都在 1000 元/吨以上，最主要的是电费。所用的原料需要用熔指 1 的 LLDPE 与熔指 0.3 的 LDPE 搭配进行，整体成本难以控制在 8000 以下，而当前的普通大棚膜价也就仅在 8000 附近，按照当前的价格采购原材料，盈利为负</p>
<p>生产及补库预期</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 至少到 9 月中产成品去库后才会开机生产新产品</li> <li>• 不含税的熔指 1LLDPE 降至 6200 或更低，且 0.3 熔指重包 LDPE 跌至 7500 附近，企业才有补库意愿</li> </ul>
<p>未来预判</p>	<p>企业认为未来聚烯烃价格下行是必然趋势，但仍需时日</p>

资料来源：兴证期货研发部

图7：企业 5 仓库



资料来源：兴证期货研发部

### 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。本报告清晰准确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。