

# 扩产与结构性扭曲并行，需求与宏观扰动纠缠

兴证期货·研发中心

2020年10月12日 星期一

能化研究团队

## 行情回顾

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

9月PP盘面下行后宽幅震荡，PE先扬后抑。PE月初表现较好主要源于进口货源的减少和需求韧性较强，月中PP、PE均受原油下跌影响有一定回撤。月末PP供应端结构性扭曲较PE更为严重，PP标品紧缺，PE农膜原料LDPE偏紧，但有LLDPE可进行替代，因此表现较PP偏强。临近月末聚烯烃均有补库需求，走势趋同。

## 总结与展望

展望：目前成本端支撑显著，供应端压力增大为既成事实，需重点关注节后垒库情况和需求恢复情况。短期来看，现实层面来看聚烯烃库存尚未出现明确拐点，需求仍较为强劲，但新产能上场遏制聚烯烃涨幅，预计以震荡为主；中长期来看，需求增速或不及供应增速，若无较大的宏观扰动，聚烯烃以中性偏空为主，需密切关注供应端结构及库存变化，盘面或呈现前高后低的走势；

上游：原油方面，短期高位震荡，在宏观扰动下当前没有明确的突破方向；乙烯方面，当前受飓风影响，进口货源偏少且价位偏高，预计维持高位；丙烯方面，价格走势基本跟随聚丙烯变动，基本面较为良好；甲醇方面，基本面好转，预计偏强震荡为主；

供应：10月四大新装置中科、宝来、万华及中化泉州均陆续产出合格品，国内供应压力激增，但进口货源或有所减少。PP方面新装置多产出低价拉丝品，供应端结构性扭曲结束，PE方面LDPE新增装置不多，结构性问题仍存，因此PP方面或面临更大的供应压力；

需求：PP下游开工率企稳回升，PE进入传统旺季，订单量均有所好转。但需谨防冬季疫情二次爆发对于非纤维料需求的影响。

## 策略建议

PP&L：短线以波段性操作为主，中长线操作者择机布局空单。

## 风险因素

新产能上场延迟；宏观扰动及疫情不稳定性；需求恢复不及预期。

## 1. 行情回顾

### 1.1 聚丙烯行情回顾

9月聚丙烯主力合约下跌后宽幅震荡，期现结构呈 Contango 结构，基差在 200-250 元/吨左右。本月初受原油大跌及供应端产量上涨预期影响，期价下跌，但由于供应端结构性扭曲，在标品偏紧的局面下现货价维持高位，导致需求端难承高价，供需面矛盾小规模爆发，进一步负反馈于期价。本月中后期，由于十一长假即将来临，生产厂商及贸易商急于将库存拉至低位，且需求端也有刚需补库的需求，供需面好转，叠加原油重新上涨至高位，期价震荡上涨。但工厂备货后再次大量建仓能力有限，伴随新产能的冲击，聚丙烯上调幅度有限。

图 1：聚丙烯主力合约九月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

### 1.2 LLDPE 行情回顾

9月 LLDPE 主力合约先扬后抑，基差逐步收敛至 100-120 元/吨并保持稳定。9月初原油高位震荡后大跌大涨，对业者心态影响不大。且月初进口货源受飓风影响有所减少，且高价货源偏多，同时从现实层面来看聚乙烯库存低位，生产压力较小，因此期价上行。月中时，宏观基本面偏弱，现货随期货涨至高价后下游接受程度有限，供需略有失衡，且新产能上场信息接连不断，业者对后市行情信心不足，期价开始下行之路。

图 2: LLDPE 主力合约九月行情



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

9 月上游 WTI 原油现货收于 40.42，月内原油维持宽幅震荡格局，受调控影响，原油处于供需两松的状态，但是在宏观扰动下原油并无明显突破方向，且波动率增大，暂无明确指导意义。甲醇内盘月末均价为 1870 元/吨，较月初上涨 140 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 205 美元/吨，较月初上涨 25 美元/吨。丙烯内盘主流价收于 7460 元/吨，较月初涨 710 元/吨；丙烯外盘主流价收于 860 美元/吨，较月初涨 25 美元/吨，当前国外受疫情影响，丙烯、乙烯供应相对紧缺，且随着国内扩产计划的实施，丙烯、乙烯基本面好转，价格上行，本月预计维持高位。综上，成本端原油波动率增大，甲醇基本面较为平稳，丙烯、乙烯价格高位支撑，在制聚烯烃利润收缩的情境下成本端支撑显著。

9 月 PP 粉料和粒料月度价差均值在 14.35 元/吨，月内丙烯成本端大涨带动粉料价格上行，粉料高价承压，毛利倒挂，市场交投氛围一般；9 月（共聚注塑-拉丝）价差降至 50 元/吨，月内拉丝排产比不足 30%，叠加期价临近月末走强，现货标品挺价，因此拉丝料价格偏高，但 10 月新上场的四大新装置多生产低价拉丝料，预计拉丝排产比将上升，标品价格将有所下降。

油制聚丙烯利润为 1063.97 元/吨，较上月上涨约 175.89 元/吨，主要是由于聚丙烯标品高位挺价；MTO 制 PP 毛利在 1716-2085 元/吨区间，较上月跌 599-679 元/吨，甲醇成本大幅上移导致 MTO 利润下行；PDH 利润在 2653 元/吨，较上月基本持平；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面资金流在 200 元/吨左右，就资金流方面而言下行空间不大。成本利润方面 10 月需重点关注宏观异动及丙烯、乙烯需求情况。

图 3：原油现货价（单位：美元/桶）



图 4：国内甲醇市价（单位：元/吨）



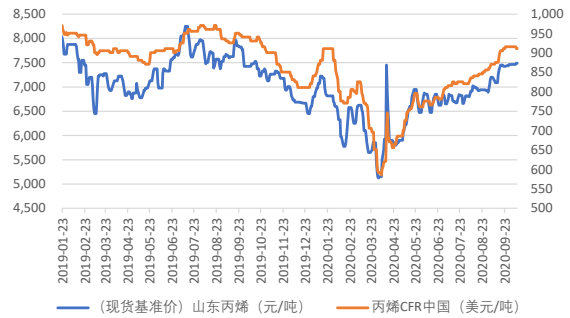
资料来源：Wind，兴证期货研发部

资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：进口甲醇价格（单位：元/吨）



图 6：国内外丙烯市场价



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 7：PP 各品种价位及价差（单位：元/吨）

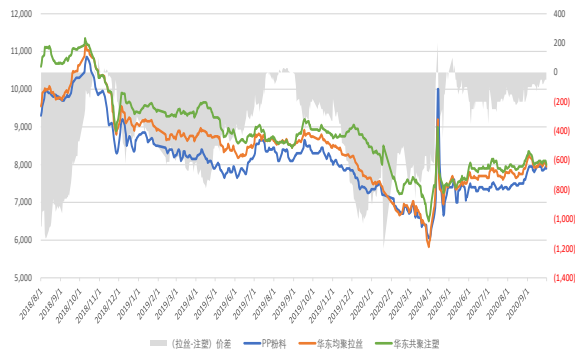
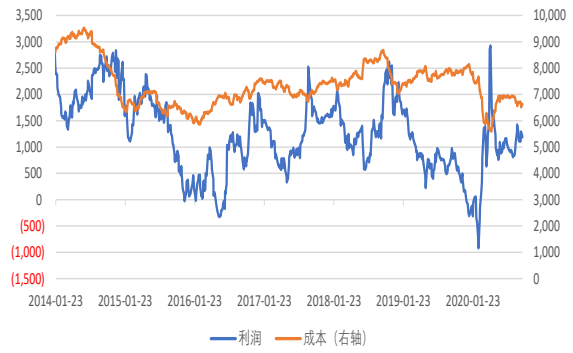


图 8：油制 PP 毛利及成本（单位：元/吨）

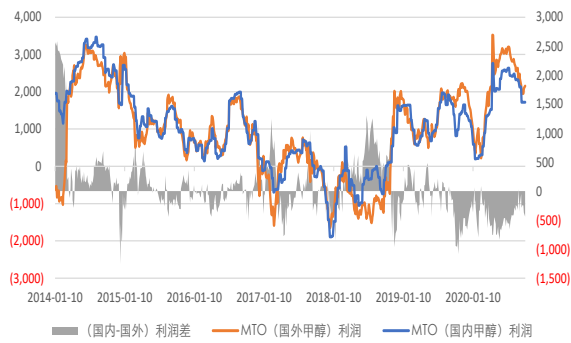


资料来源：Wind，兴证期货研发部

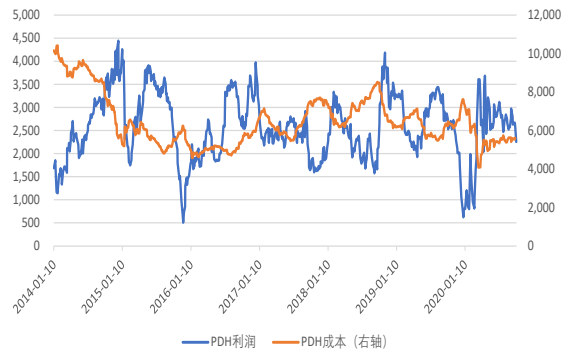
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：MTO 制 PP 毛利（单位：元/吨）

图 10：PDH 制 PP 毛利及成本（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部



资料来源：Wind，兴证期货研发部

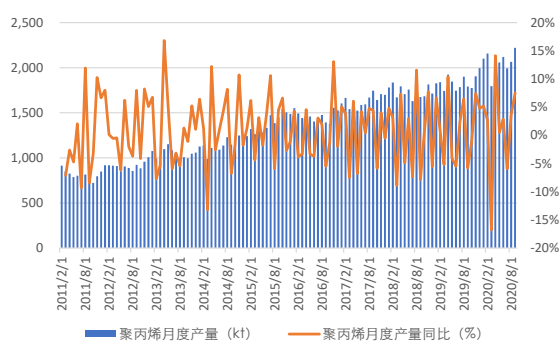
## 2.2 供应方面

截至9月底，聚丙烯月度开工率为91.59%，环比涨3.59%，月内新装置陆续放出倒开车成功消息，预计10月中旬将集中上场，存量装置开工率维持高位，预计10月聚丙烯开工率仍将高位震荡。2020年8月PP产量约为222.09万吨，环比增7.53%，同比增32.64%，在纤维料需求刺激下供应端超负荷运行装置较多，且今年为检修小年，装置恢复运行快。

上中游库存方面，截至9月末，聚丙烯社会库存环比下跌7.88%，石化库存环比上涨0.51%，港口库存环比上涨8.33%。9月生产端存量装置基本满负荷运行，厂商非纤维料略有累积；贸易商方面基本采取促销、预销方式促进货物流转，保证十一节前社会库存处于低位；港口方面前期高价货源疏港略有困难。但整体库存十一节前均处于历史中低位，十一之后两油库存增29万吨至91.5万吨(2019年7天累库27万吨，2018年8天累库23.5万吨)，若需求难以跟进，则库存降速可能进一步放缓。

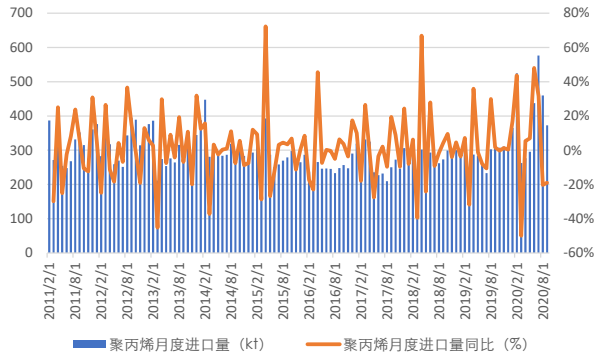
进出口量方面，8月进口量在37.24万吨左右，环比6月减少18.99%，同比去年增36.41%，8月出口总量2.36万吨，环比7月减少20.99%，同比去年7月减少1.83%。进出口来源国较为分散，预计10月由于欧美疫情二次爆发及受飓风影响，进口量将进一步减少，11-12月宏观扰动较多，需密切关注冬季疫情变化对进出口的影响。

图 11：聚丙烯月度产量变化



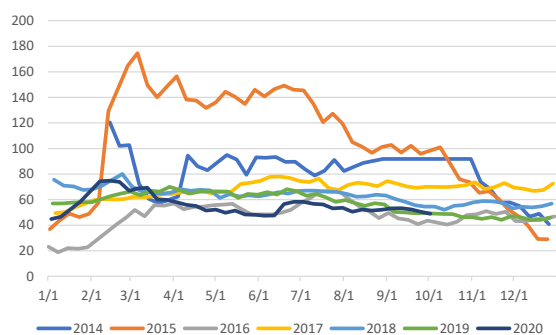
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：聚丙烯月度进口量



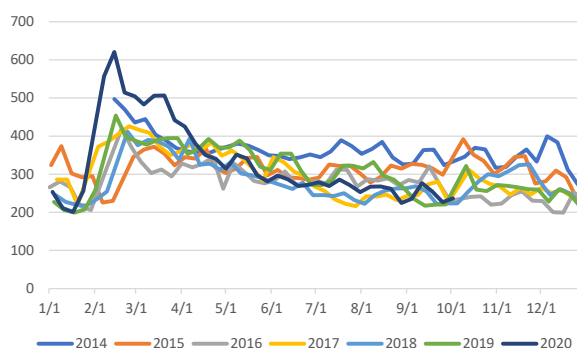
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



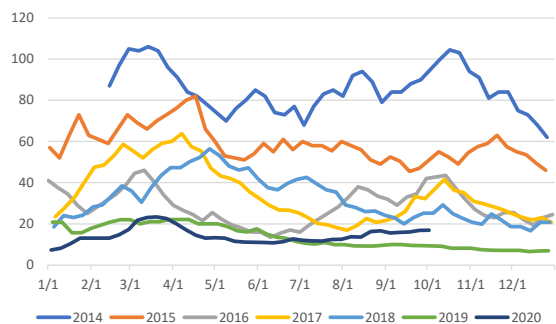
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 14: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



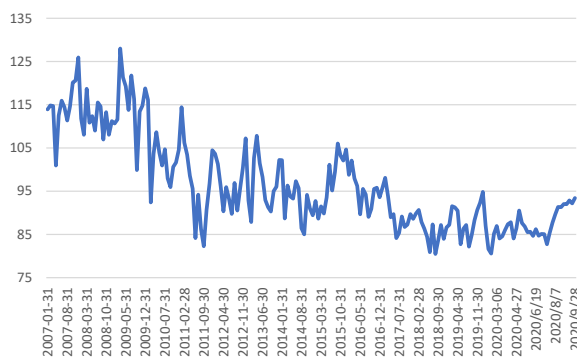
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: PP 开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 1: 聚丙烯 9 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		2020 年 4 月
新装置	浙江石化一期	舟山	90		2020 年 1 月
新装置	恒力二期 2 期	大连	40		2020 年 1 月
新装置	中科炼化 1#	广东	35		2020 年 10 月
合计			195		
占全部产能比重			7.78%		
重启	浙江石化 2#	浙江	45	2020.8.28	2020.9.5
重启	神华宁煤 2#	宁夏	30	2020.8.28	2020.9.1
重启	中原石化新装置	河南	10	2020.7.25	2020.9.18
重启	大唐多伦 1#	内蒙	23	2020.7.28	2020.9.11
重启	大唐多伦 2#	内蒙	23	2020.7.28	2020.9.11

重启	蒲城清洁能源	陕西	40	2020.9.9	2020.9.10
重启	徐州海天	徐州	10	2020.9.10	2020.9.13
重启	中科炼化	广东	35	2020.9.10	2020.9.15
短停	上海赛科	上海	25	2020.9.12	2020.9.17
短停	兰州石化新装置	兰州	30	2020.9.14	2020.9.16
短停	东莞巨正源 1#	东莞	30	2020.9.23	2020.9.25
<b>合计</b>			<b>301</b>		
<b>占全部产能比重</b>			<b>12.02%</b>		
停车	中原石化老装置	河南	6	2020.8.1	2020.11.9
停车	大唐多伦 1#	内蒙	23	2020.9.15	/
停车	中科炼化 2#	广东	20	2020.9.22	/
<b>合计</b>			<b>49</b>		
<b>占全部产能比重</b>			<b>1.96%</b>		

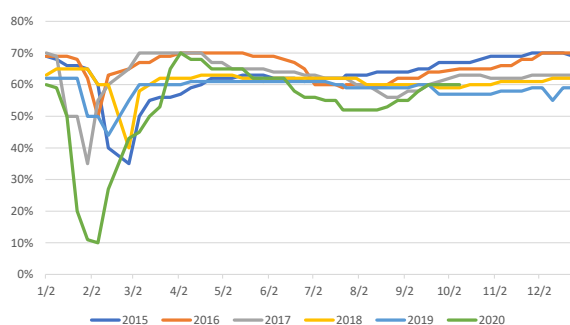
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

截至 10 月初，检修涉及产能约 301 万吨，检修损失量在 15.67 万吨，环比减少 24.13%，月内新增 8 条短修装置，多数恢复生产。当前处于检修淡季，检修对产量影响不大。

### 2.3 需求方面

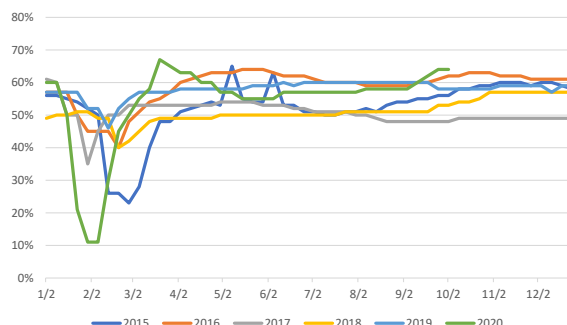
下游塑编行业月末开工率为 60%，环比上涨 5%，9 月塑编订单有所好转，部分装置提升负荷生产；BOPP 膜厂开工率涨 1%至 63%，随着零售业、餐饮旅游业的缓慢复苏，当前 BOPP 订单有所好转，累积订单较为稳定；当前医疗用品需求托底，但是该部分需求的边际效益已逐步递减。前期需求高涨有大众报复性需求的心态存在，不可外推至三、四季度，从宏观数据来看，房地产及基建行业需求恢复缓慢，非纤维料需求较为平淡，在扩产的情况下需求增速不及预期，在没有极强的宏观扰动下，预计 10 月需求呈缓慢恢复态势。

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

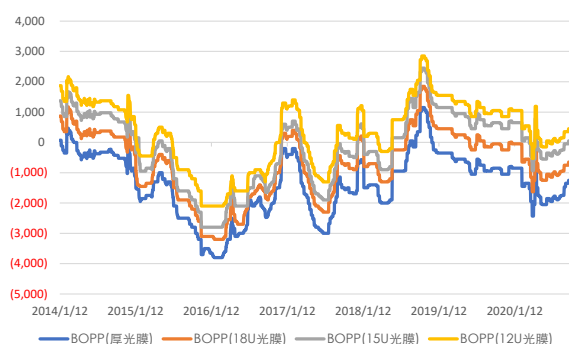
图 18：PP 主要下游开工率 (%)



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

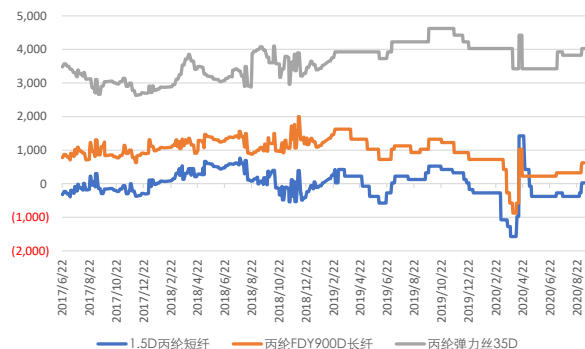


图 19: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



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

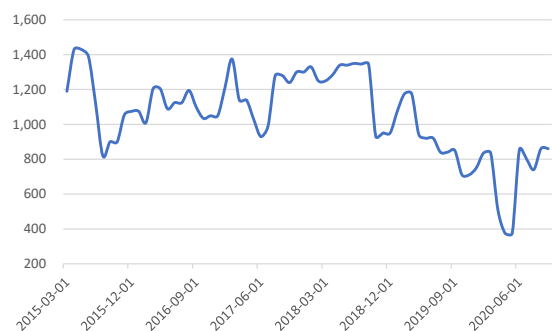
#### 3.1 现货价格及利润

9 月乙烯 CFR 东北亚现货价收于 860 美元/吨, 较月初上涨 120 美元/吨, 当前受飓风及疫情影响, 进口乙烯身处高价, 预计 10 月仍将维持高价。

聚乙烯现货市场随期价调整, 当前基差较为稳定, 标品当前基本升水 01 合约 100-120 元/吨左右, 部分非标货源价位较高, LDPE 货源较为紧俏, 价格维持在 10000 元/吨以上, HDPE 货源价格小幅探涨, 但整体上涨幅度不及预期。

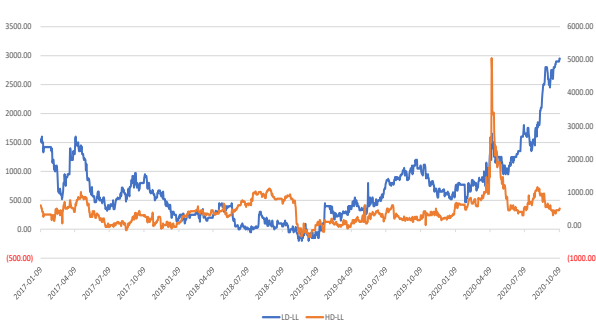
截至 9 月底, 油制 PE 利润在 1758 元/吨左右, 利润变动不大。MTO 制 PE 方面, 利润在 940 元/吨附近, 利润下跌约 35 元/吨。当前 PE 现货处于高位盘整期, 9 月底原材料价格变动不大, 当前利润并无明确指导意义。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



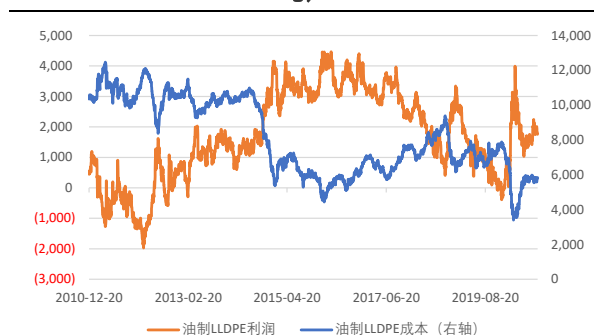
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同品种价差 (单位: 元/吨)



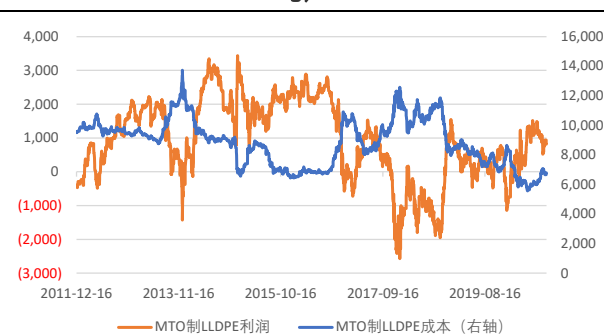
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

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)



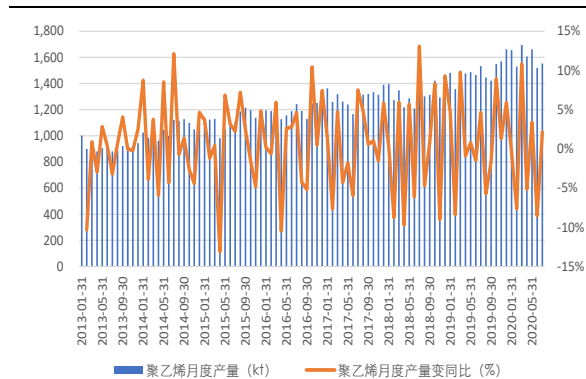
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

### 3.2 供应方面

截至 9 月底, 聚乙烯月度开工率为 93.00%, 环比降 1.07%, 月内短修装置较多, 基本于 10 月初重启, 且四大新装置已陆续产出合格品, 预计开工率将维持上行。进口方面国外货源相对偏紧, 但人民币升值短期内提升贸易商采购情绪, 预计 10 月进口量偏中性。当前 LDPE 货源较为紧俏, 拉高整体 PE 价格, 且由于其与 LLDPE 的替代性较强, 也提振了下游采购较为便宜的 LLDPE 的情绪。

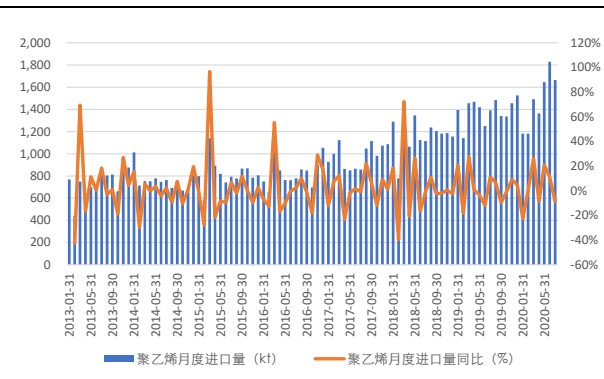
库存方面, 聚乙烯 9 月末社会库存环比下跌 2.86%, 石化库存环比下跌 0.35%, 港口库存环比下跌 3.13%, 十一节前下游备货情绪高涨, 叠加十一节中零售业、快递业、餐饮旅游业恢复较快, 整体库存尚未出现明确拐点, 整体仍处于偏低位置, 需重点关注 10 月新产能上场后需求能否保持强劲, 若不能, 则可能开始缓慢垒库。

图 25: 聚乙烯月度产量及变化



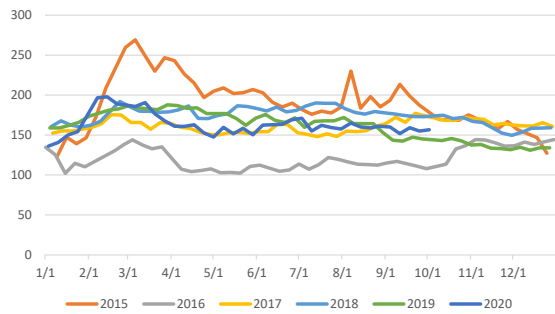
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



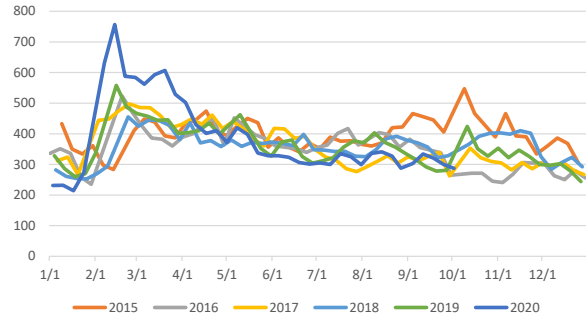
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



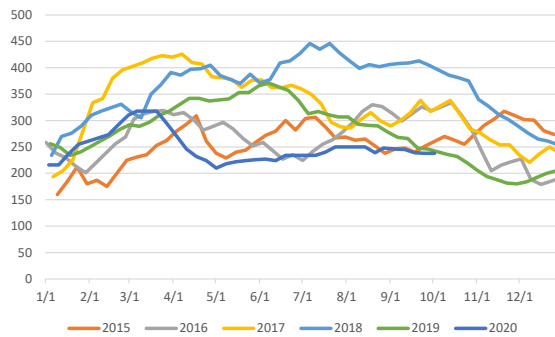
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



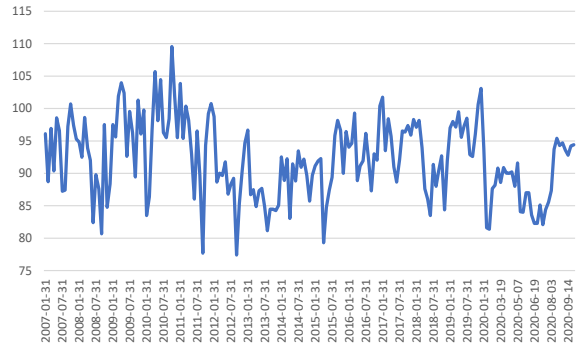
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 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 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 9 月装置动态表格

石化厂	装置	产能 (万吨)	动态
茂名石化	FDPE	22	7 月下旬停车中, 8 月底重启
中海壳牌一期	HDPE	26	7 月下旬停车中, 8.11 重启
宝来石化	45LLDPE+35HDPE	80	2020 年 9 月 1 日新装置
<b>合计</b>		<b>128</b>	
<b>占全部产能比重</b>		<b>6.29%</b>	
兰州石化	老全密度	6	2020.2.14 永久停车
中原石化	FDPE/LLDPE	26	8.3 当周停车
沈阳化工	LLDPE	10	8.3 当周停车
茂名化工	LLDPE	22	重启不定
<b>合计</b>		<b>64</b>	
<b>占全部产能比重</b>		<b>3.14%</b>	

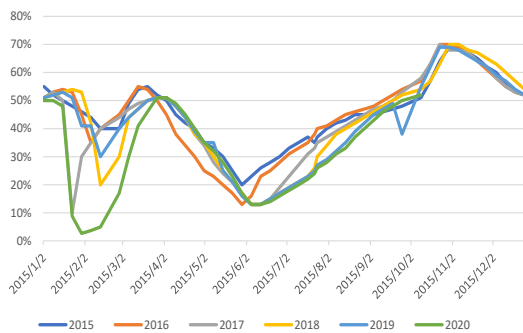
数据来源: 华瑞资讯, 卓创资讯, 兴证期货研发部

9 月聚乙烯检修损失量大致为 5.53 万吨, 环比减少 1.87 万吨, 当前为装置检修淡季, 预计 10 月检修损失量将进一步减少, 对于产量无明显影响。

### 3.3 需求方面

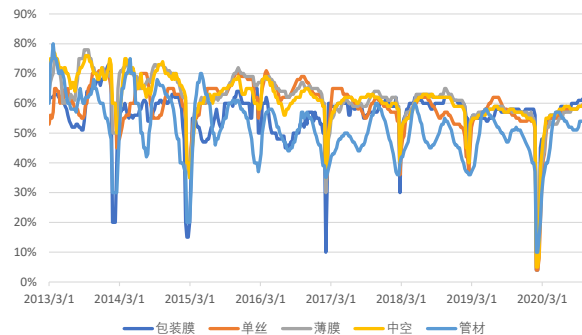
9月聚乙烯下游开工率企稳回升。从农膜来看，开工率涨至52%，环比上月上涨12%，包装膜、单丝、薄膜、中空开工率涨1%-2%至59%-61%，管材开工率涨3%至54%。农膜需求逐渐抬升，预计10月将进入季节性旺季，PE功能膜、PO膜进入季节性旺季。整体来看，10月农膜需求增多，在“银十”到来之际，下游开工趋稳，预计需求端将有间歇性补库，于市场有一定支撑。但根据宏观数据，当前餐饮服务业恢复相对缓慢，且需谨防国内疫情冬季二次爆发导致的需求收缩。

图 31：农膜开工率（单位：%）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 32：PE 主要下游开工率（单位：%）



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

## 4. 总结

展望：目前成本端支撑显著，供应端压力增大为既成事实，需重点关注节后垒库情况和需求恢复情况。短期来看，现实层面来看聚烯烃库存尚未出现明确拐点，需求仍较为强劲，但新产能上场遏制聚烯烃涨幅，预计以震荡为主；中长期来看，需求增速或不及供应增速，若无较大的宏观扰动，聚烯烃以中性偏空为主，需密切关注供应端结构及库存变化，盘面或呈现前高后低的走势；

上游：原油方面，短期高位震荡，在宏观扰动下当前没有明确的突破方向；乙烯方面，当前受飓风影响，进口货源偏少且价位偏高，预计维持高位；丙烯方面，价格走势基本跟随聚丙烯变动，基本面较为良好；甲醇方面，基本面好转，预计偏强震荡为主；

供应：10月四大新装置中科、宝来、万华及中化泉州均陆续产出合格品，国内供应压力激增，但进口货源或有所减少。PP方面新装置多产出低价拉丝品，供应端结构性扭曲结束，PE方面LDPE新增装置不多，结构性问题仍存，因此PP方面或面临更大的供应压力；

需求：PP下游开工率企稳回升，PE进入传统旺季，订单量均有所好转。但需谨防冬季疫情二次爆发对于非纤维料需求的影响。

## 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。