

# 短期资金市炒作，中长期谨慎看空

兴证期货·研发中心

2021年2月1日 星期一

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

## 行情回顾

1月聚烯烃盘面先抑后扬，月末仍处资金市状态。月上旬受北方环保及南方限电政策影响，需求侧偏弱，库存去化缓慢，期价受其拖累；月中限电等基本解除，叠加节前订单情况好转，市场交投情绪较为高涨，带动期价上行；月下旬起，库存已进入绝对低位，市场炒作节前需求，资金逐步涌入市场，聚烯烃高位震荡。

## 总结与展望

展望：目前供应稳定，需求侧节前备货情绪尚可，库存达到绝对低位。短期来看，聚烯烃仍处于资金市状态，但由于炒作的是节前备货，预计炒作时间并不长久；中长期来看，近远月合约价差呈现 Backwardation 结构，表明市场对于聚烯烃远期仍呈较悲观态度，以谨慎看空为主；

上游：原油方面，供应端加速减产，需求端美国方面政策喜忧参半，原油预计短期维持震荡；乙烯方面，基于市场对于后续新产能上场的预期，预计价格以小幅回落为主；丙烯方面，丙烯高位回落；

供应：1月国内短修装置较多，开工率高位震荡，供应端产能略有缩减，进口方面外盘高位震荡，且有外商封盘惜售，国内采购情绪不高，整体来看供应面较为平稳，目前尚未有更多新产能上场消息；

需求：PP下游开工率除注塑外基本处于往年中低位，BOPP厂商生产积极性尚可，医疗用品需求托底，整体需求自月中起开始回落；PE方面包装膜需求较好，大中型厂商预计春节内仍将生产，但2月需求因返工政策不明或弱于1月需求。

## 策略建议

PP&L：短期多单谨慎持有，节中及节后以轻仓观望为主，中长期谨慎看空。

## 风险因素

新产能快速上场；需求增速放缓；地缘危机再起波澜。

## 1.行情回顾

### 1.1 聚丙烯行情回顾

1月聚丙烯主力合约先抑后扬，期现结构呈 Contango 结构，月内基差先走高而后走低，在 50-100 元/吨左右。本月月初由于北方环保监察及南方限电影响，需求端萎靡，供应端烟台万华投产，且短修装置不多，供需矛盾加剧，叠加成本支撑并不稳固，期货价格一路下行。月中期，北方环保监察结束，南方限电问题基本解决，需求端逐渐走强，同时供应端基本维持稳定，期价底部反弹。临近月末，需求端赶制春节前订单，叠加疫情反复带来的医疗用品需求递增，石化库存处于绝对低位，市场炒作节前情绪，期价一路上行，但是现货略显疲乏，月底时终端采购基本已恢复刚需采购。

图 1：聚丙烯主力合约 1 月行情

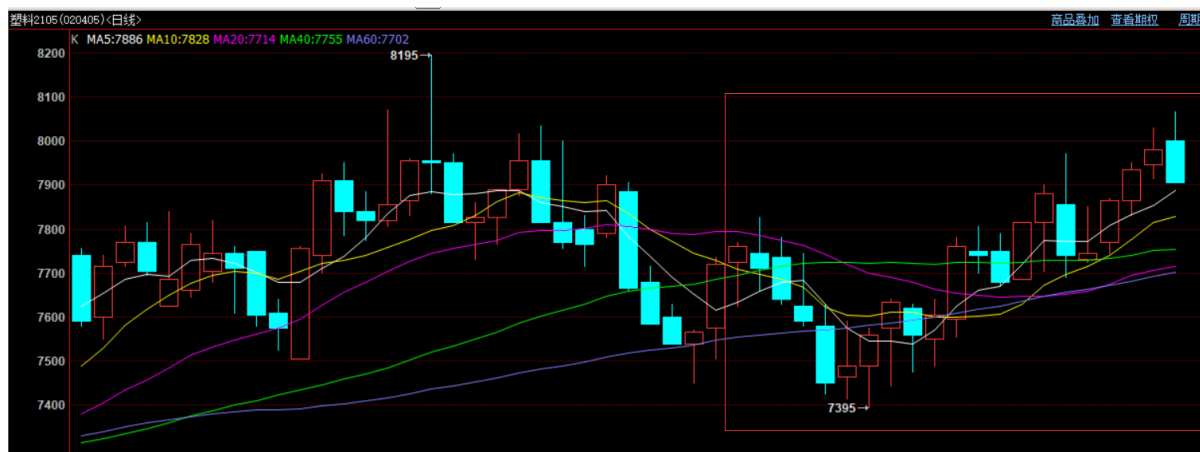


数据来源：博易大师，兴证期货研发部

### 1.2 LLDPE 行情回顾

1月 LLDPE 主力合约先抑后扬，基差相对较弱，基差最低时基本平水主力合约，最高基差在 100 元/吨左右。本月 LLDPE 期价走势逻辑和 PP 基本一致，为低库存局面下的情绪性拉涨行情。月初石化库存有所累积，供应端压力较大，包装行业受疫情影响较大，需求偏弱。月中旬开始期货走势强劲，现货市场交投逐渐活跃。临近月末，虽然包装业、汽车零部件需求较好，但其余需求逐渐进入淡季，中小厂商因疫情原因提前放假，期价涨幅再度放缓，但资金面炒作势头仍未过去，短期偏强震荡。

图 2: LLDPE 主力合约 1 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

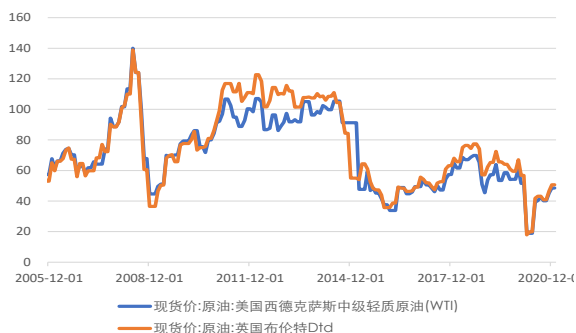
### 2.1 现货价格及利润

1 月上游 WTI 原油现货收于 52.45 美元/桶，较月初上涨 4.56 美元/桶，月内美国方面拜登推进新能源计划和经济刺激法案，对于原油需求影响喜忧参半，供应面沙特、伊拉克等国家额外减产对供应端有所支撑，月内原油呈震荡趋势，中长期仍需关注政策变化。甲醇内盘月末均价为 2338 元/吨，较月初下跌 82 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 335 美元/吨，较月初上涨 34 美元/吨。丙烯内盘主流价收于 7100 元/吨，较月初跌 400 元/吨；丙烯外盘主流价收于 955 美元/吨，较月初持平，如上月所预期，丙烯价格原处于估值高位，本月丙烯价格逐步下滑。综上，原油价格预计维持震荡格局，甲醇基本面恶化，现货端交易清淡，预计仍将继续下行，丙烯价格下行后预计维持盘整态势。

1 月 PP 粉料和粒料月度价差均值在 29.50 元/吨，月内粉料市场价格崇高回落，在丙烯价格下调后粉料成本面坍塌，月内粉粒料价差不大，低价优势并不明显；1 月（共聚注塑-拉丝）价差缩小至 20 元/吨，月内受期价上行影响，标品拉丝价格大幅上行，而注塑产品需求偏弱，且价格受需求影响更大，月中后期涨幅趋缓，整体来看标品价格已处于估值高位。

油制聚丙烯利润为 953.52 元/吨，较上月下跌约 242.59 元/吨，人民币汇率跌破 6.5 及油价上涨为油制途径利润下行的主要原因；MTO 制 PP 毛利在 -74.20-206.60 元/吨区间，本月 MTO 装置利润大幅下行，外采甲醇装置利润基本为负，生产压力较大；PDH 利润在 2076.09 元/吨，较上月下跌约 198.06 元/吨，人民币汇率下行为成本增高的主要原因，PDH 利润仍为制 PP 利润上沿；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面资金流在 1357 元/吨左右，就盘面资金流来看聚丙烯若出现回撤，下行空间较大。

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）



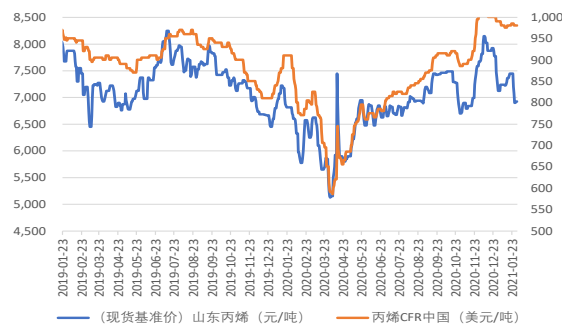
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：进口甲醇价格（单位：元/吨）



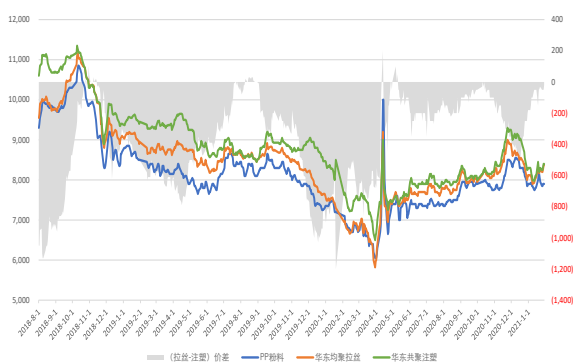
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 6：国内外丙烯市场价



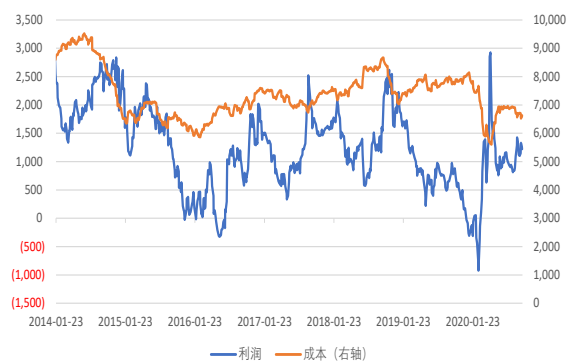
资料来源：Wind，兴证期货研发部

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 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 9：MTO 制 PP 毛利（单位：元/吨）

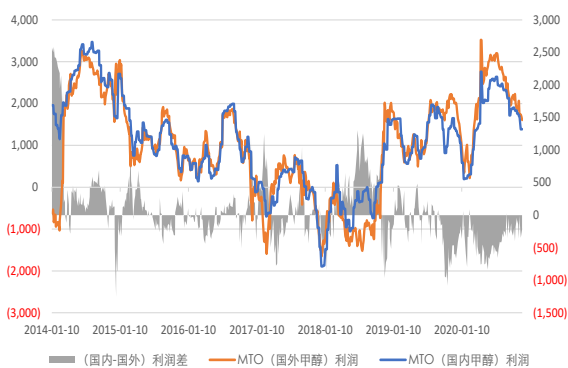


资料来源：Wind，兴证期货研发部

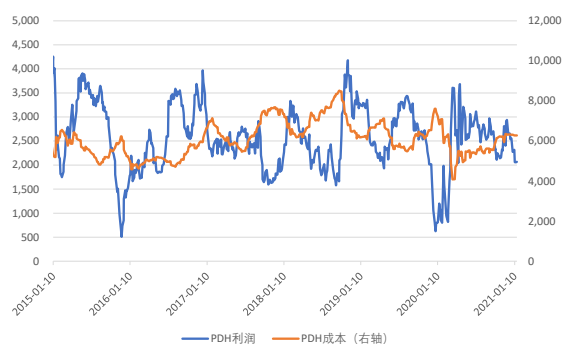
图 10：PDH 制 PP 毛利及成本（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部



资料来源：Wind，兴证期货研发部



资料来源：Wind，兴证期货研发部

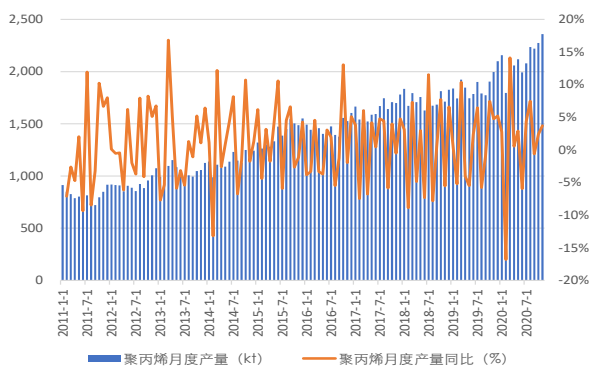
## 2.2 供应方面

截至1月底，聚丙烯月度开工率为91.85%，环比跌0.30%，目前新产能装置基本稳定，但由于月内短修装置较多，开工率高位波动。2020年12月PP产量约为235.97万吨，环比增3.73%，同比增12.38%，本月供应端变化不大，新产能基本正常运行，短修装置虽然较多，但多为小装置，整体影响不大。

上中游库存方面，截至1月末，聚丙烯石化库存环比下跌20.84%，港口库存环比下跌0.79%，社会库存环比下跌1.94%。石化库存方面，石化厂有序控产，价格跟随期价调整，月内去库速度尚可，截至报告期，石化库存已降至绝对低位18万吨以迎接春节到来；港口方面，外盘货源逐渐减少，疏港较快，港口库存压力不大；社会库存方面，12月贸易商多以囤货为主，从石化及港口处接手大量货源，导致月末社会库存大涨，但1月超卖情况下，当前贸易商库存也有所减少。整体来看，12月受元旦节前需求侧悲观预期影响较大，库存不同程度累积，但在1月期货行情带动下，去库有所好转，绝对库存基本处于低位，后续库存压力不大，但预计去库速度或因春节到来有所放缓。

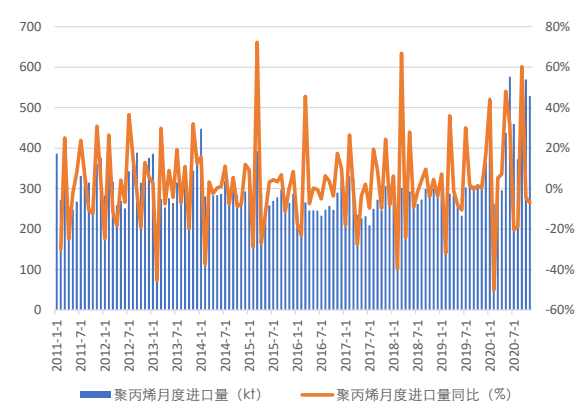
进出口量方面，12月进口量在52.93万吨左右，环比减少7.10%，同比去年增45.00%，进口量环比缩减利好供应端。12月出口总量3.25万吨，环比增加23.61%，同比去年增加3.82%。

图 11：聚丙烯月度产量变化



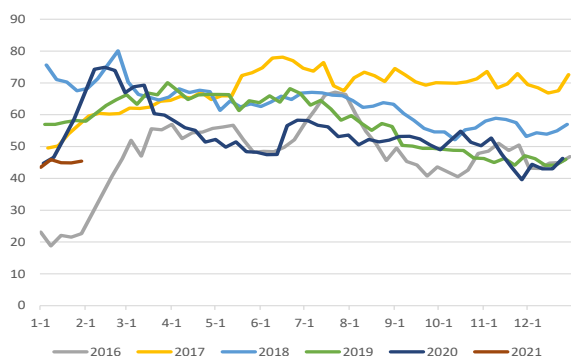
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 12：聚丙烯月度进口量



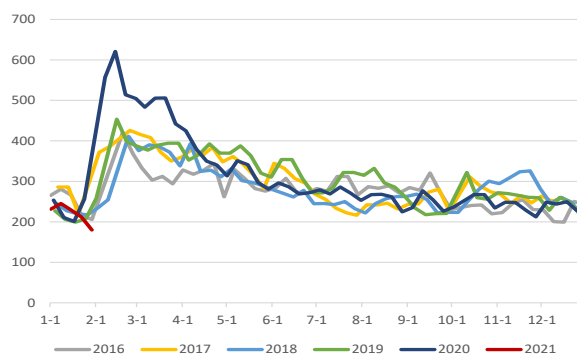
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 13: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



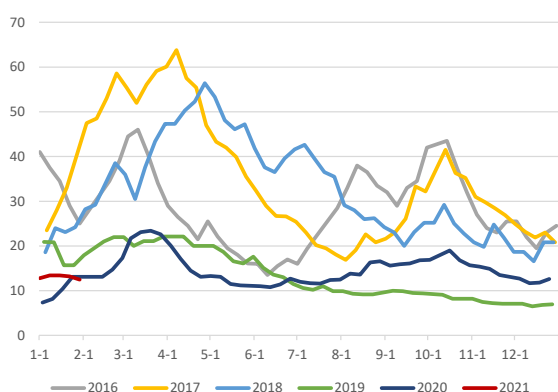
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 14: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



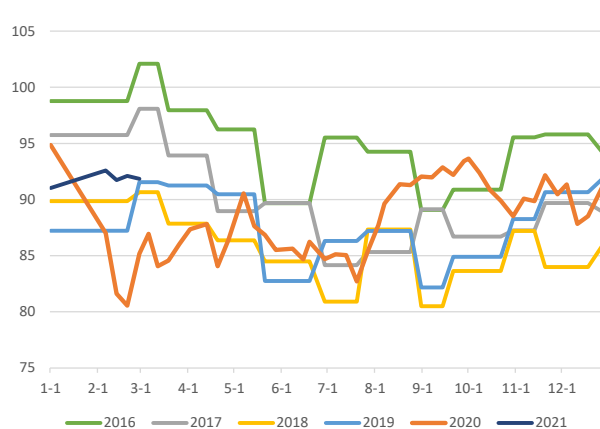
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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 1 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 9 月
新装置	烟台万华	烟台	35		2020 年 11 月
新装置	宝来石化	辽宁	60		2020 年 11 月
新装置	海国龙油	黑龙江	20		2020 年 11 月
新装置	大庆炼化	大庆	30		2020 年 11 月
合计			<b>340</b>		
占全部产能比重			<b>13.57%</b>		

重启	云天化	云南	15	2020.12.11	2021.1.18
重启	独山子石化老一线	新疆	7	2020.12.15	2021.1.12
重启	扬子石化 A 线	南京	10	2020.1.6	2021.1.13
重启	延产中煤榆林二线	陕西	30	2021.1.9	2021.1.11
重启	广州石化三线	广州	20	2021.1.10	预计检修 13 天
重启	石家庄炼厂	石家庄	20	2021.1.14	2021.1.18
重启	神华新疆	新疆	45	2021.1.15	2021.1.17
<b>合计</b>			<b>147</b>		
<b>占全部产能比重</b>			<b>5.87%</b>		
停车	宁夏宝丰二线	宁夏	30	2020.12.27	2021.1.24
停车	兰港石化	甘肃	11	2021.1.17	2021.1.20
停车	宁波富德	宁波	40	2021.1.18	预计检修 15 天
停车	联泓集团	天津	20	2021.1.19	2021.1.23
停车	延长中煤榆林一线	陕西	30	2021.1.21	待定
停车	大唐多伦二线	内蒙	23	2021.1.21	待定
停车	宝来石化二线	辽宁	40	2021.1.21	2021.1.23
<b>合计</b>			<b>194</b>		
<b>占全部产能比重</b>			<b>7.74%</b>		

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

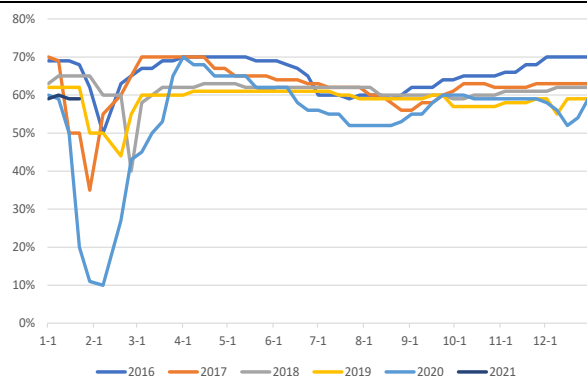
截至 2 月初，检修涉及产能约 147 万吨，月内新增 11 条检修装置，其中 9 条恢复生产。当前装置检修影响量很小，对整体供应影响不大。

### 2.3 需求方面

聚丙烯下游月内开工率除注塑外基本处于往年中低位，下游塑编行业月末开工率为 59%，环比持平，1 月塑编行业订单有所累积，但由于月中受北方环保和南方限电的影响，整体下游开工积极性不高，以赶制节前订单为主；BOPP 膜厂开工率持平于 60%，BOPP 膜料价格呈下跌趋势，整体成交回暖，1 月负荷先高后低，月上旬新订单跟进积极，中旬订单零星，下旬接单多为节后订单，预计春节假期对 BOPP 刚需影响有所减弱，节后 BOPP 将仍有补库需求；注塑开工率跌 2% 至 60%，终端下游仅汽车零部件需求尚可，其余需求平平，当前注塑原料价格偏高，下游订单一般，厂商生产积极性不高。综上，除了聚丙烯传统需求，疫情反复带来的医疗用品需求给予需求面一定支撑，但临近春节整体需求略显疲软，预计 2 月需求侧将不及 1 月，节前的补库炒作也将逐渐平息，重点关注重点需求变化和政策变化。

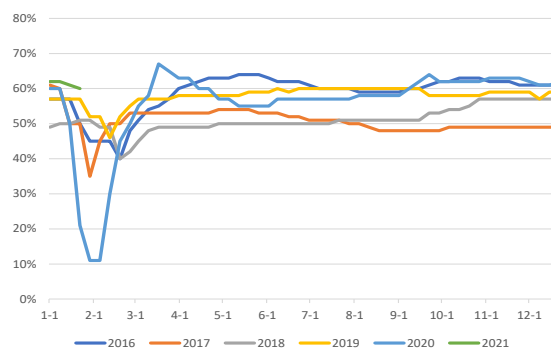


图 17: 塑料塑编行业周度开工率 (%)



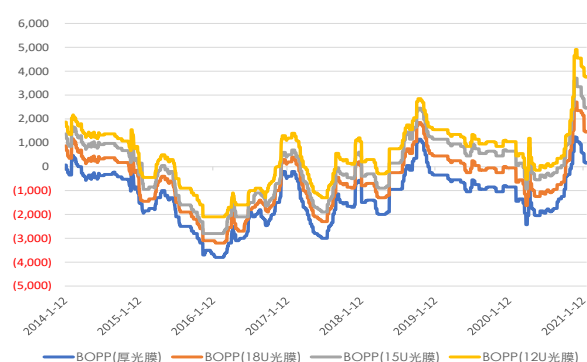
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 18: PP 主要下游开工率 (%)



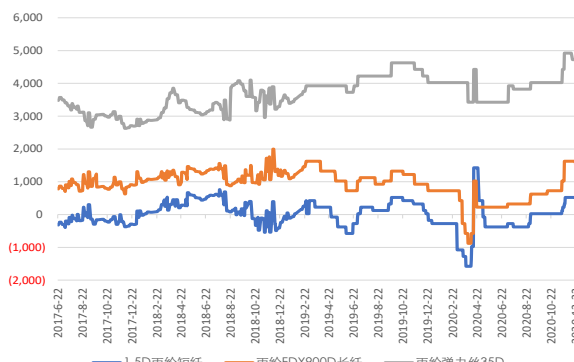
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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

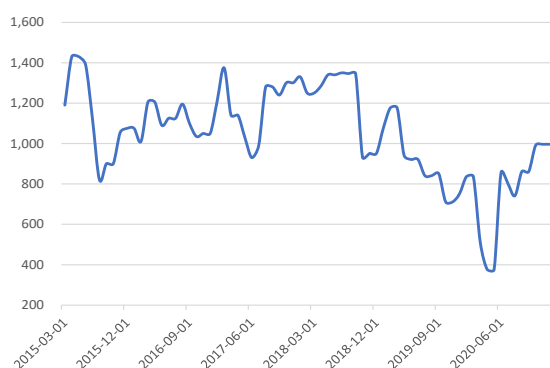
### 3.1 现货价格及利润

1 月乙烯 CFR 东北亚现货价收于 925 美元/吨, 较月初下跌 70 美元/吨, 本月外盘乙烯装置生产稳定, 且乙烯本身处于估值高位, 在月中外盘新装置将逐渐上场的预期下, 乙烯价格高位回落。

聚乙烯现货市场随期价调整, 基差震荡, 标品 LLDPE 本月最低价格基本平水主力合约期价, 最高价升水主力合约 100 元/吨; 非标货源月内逐步下调, LDPE 以补跌为主, 最高价格在 10846 元/吨左右, 环比下跌 5.9%-6.8%, HDPE 货源不同程度下跌, 其中 HDPE 拉丝最大跌幅为 4.24%, HDPE 膜料跌幅在 2.7%-2.8%, HDPE 注塑跌幅在 1.19%-1.30%。

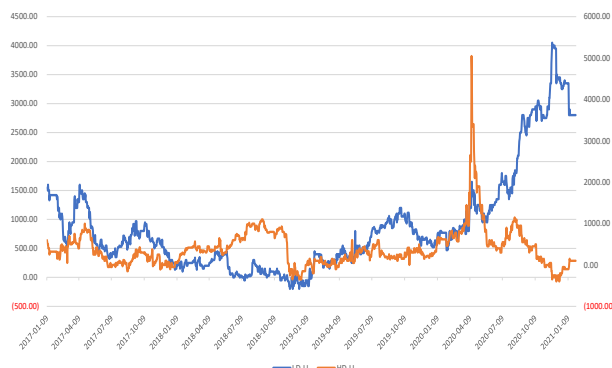
油制 PE 利润在 1334.96 元/吨左右, 利润下跌 407.75 元/吨。MTO 制 PE 方面, 利润在 -400 元/吨附近, 利润下跌约 170 元/吨。随着人民币汇率下行及原料价格上涨, PE 各途径利润均有所下滑, 其中 MTO 装置多以亏损为主。预计 2 月在市场炒作结束后期价将高位回落, 负反馈于现货市场, 利润或将有进一步下滑, 重点关注人民币汇率变化及原料价格变动。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



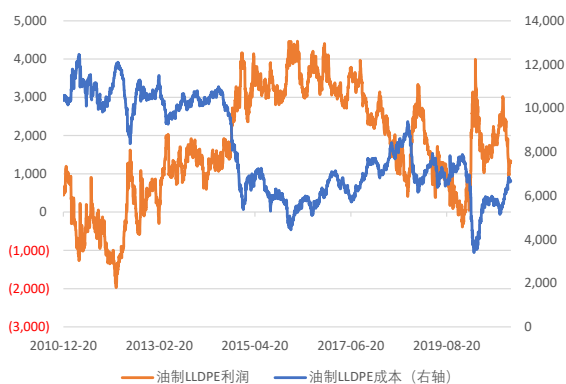
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同品种价差 (单位: 元/吨)



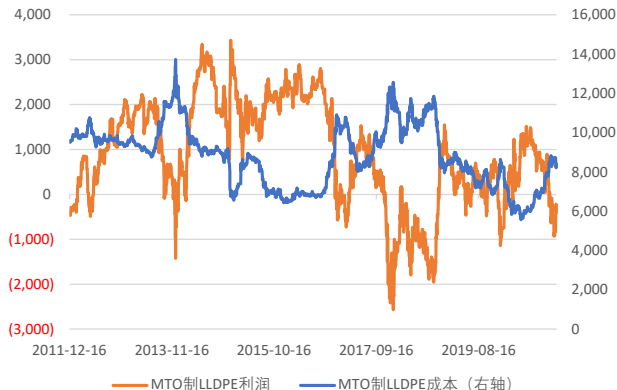
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

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 1 月底, 聚乙烯月度开工率为 93.80%, 环比降 3.00%, 月内聚乙烯大型装置检修较多, 叠加部分工厂因环保问题降负荷, 开工率略有下行; 进口方面 12 月进口量在 144.95 万吨, 环比减少 10.82%, 自 11 月起外盘聚乙烯价格皆处于高位, 且国外 PE 需求同样旺盛, 流入我国的总量有所减少, 叠加韩国、日本等主要出口国受疫情影响严重, 预计 1-2 月进口量同样不多。

库存方面, 聚乙烯 1 月末社会库存环比上涨 0.72%, 石化库存环比下跌 16.80%, 港口库存环比下跌 3.24%, 上游生产厂商均有意识地控制货源流通, 石化去库压力不大。贸易商方面月前中期均有超卖现象, 临近月末下游需求走弱, 社会库存小幅累积。港口方面根据进口量来看本月进口数额仍不算高, 压力不大。但需要注意的是, 当前 PE 供应端 HDPE 货源排产比达 39.96%, 而该货源当前下游并不景气, 现货供应未来拖累期价市场走势为大概率事件。

图 25: 聚乙烯月度产量及变化

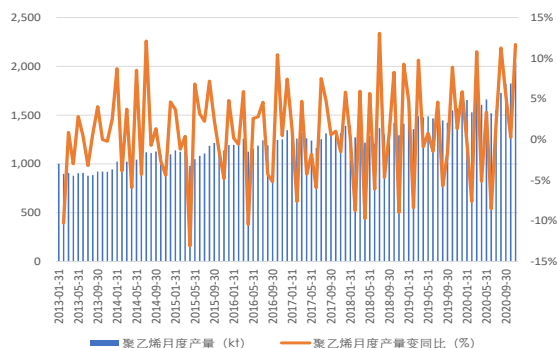
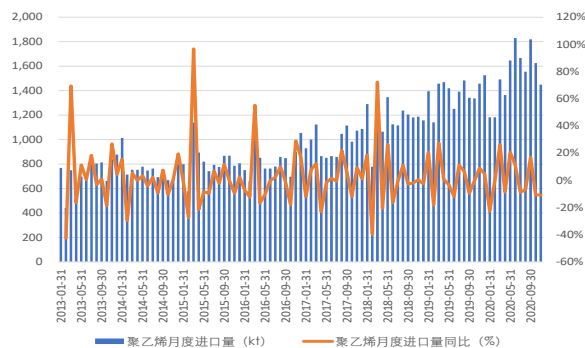


图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

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)

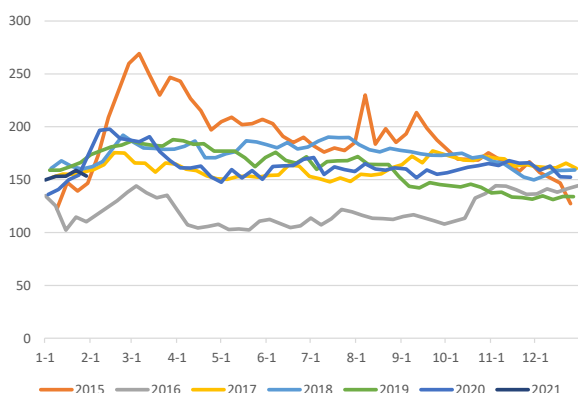
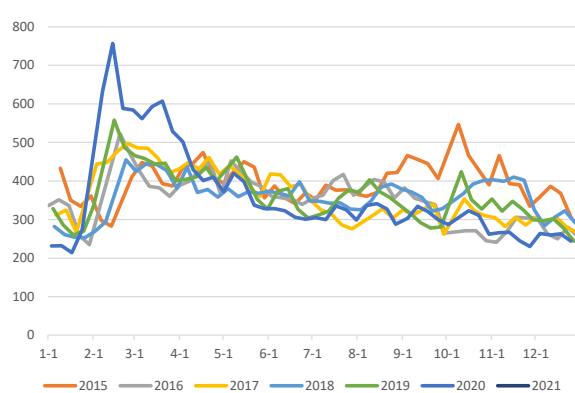


图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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)

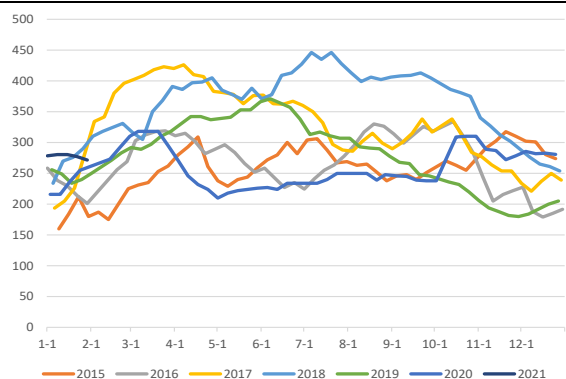
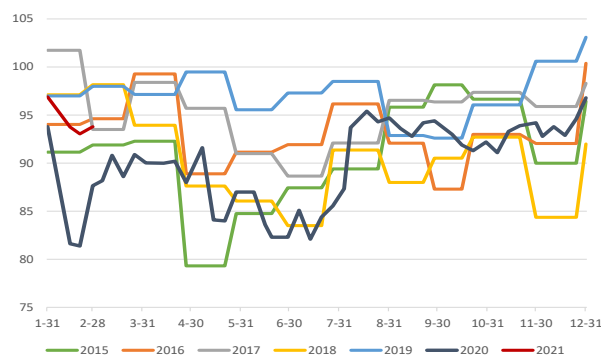


图 30: PE 开工率 (单位: %)



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

表 2: 聚乙烯 1 月装置动态表格

石化厂	装置	产能 (万吨)	动态
浙江石化	全密度	75	已放量, 负荷六成
宝来石化	45LLDPE+35HDPE	80	2020 年 9 月 1 日新装置

上海石化	2 线	10	1.5-1.7
茂名石化	1#LDPE	11	1.6-1.7
中原石化	LLDPE	9	1.7-1.9
大庆石化	HDPE C 线	10	1.8-1.10
中韩石化	HDPE	30	1.8-1.10
上海赛科	LLDPE	30	1.8-1.12
上海赛科	HDPE	30	1.8-1.12
四川石化	HDPE	30	1.12-1.17
延长中煤二期	LDPE	30	1.17-1.22
燕山石化	老 LDPE 三线	6	1.18-1.23
茂名石化	2#LDPE	25	1.21-1.22
<b>合计</b>		<b>376</b>	
<b>占全部产能比重</b>		<b>18.47%</b>	
兰州石化	老全密度	6	2020.2.14 永久停车
浙江石化	HDPE	30	1.8, 计划检修 20 天
独山子石化	老 HDPE	10	1.24 检修, 开车时间待定
<b>合计</b>		<b>46</b>	
<b>占全部产能比重</b>		<b>2.26%</b>	

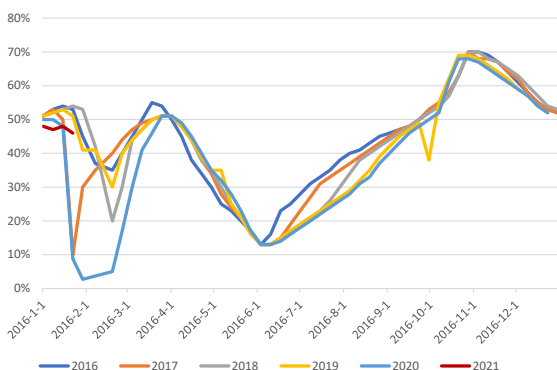
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

1 月聚乙烯检修涉及产能约 376 万吨，月内新增检修 13 条，其中 12 条月内已经重启生产。2 月目前尚未有新增检修装置消息，但根据经验推断，小修装置预计居多，整体对供应影响不大。

### 3.3 需求方面

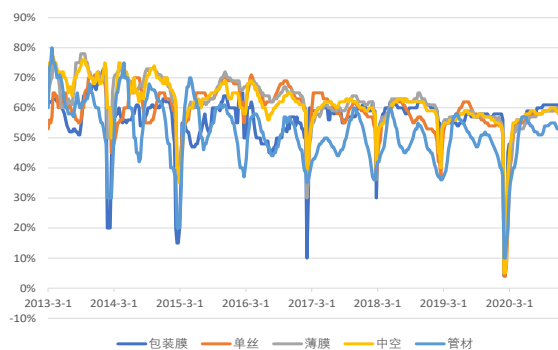
1 月聚乙烯下游开工率多有回落。从农膜来看，开工率跌至 46%，环比上月下跌 4%，单丝、薄膜、中空、管材开工率跌 1%-4% 至 45%-55%，但包装膜行业开工率涨 3% 至 62%。农膜方面，当前农膜基本已经进入季节性淡季，厂商多转入多功能膜生产状态。部分大厂维持高位生产。管材方面，需求持续走弱，部分工厂表示 1-2 月订单量不足，且春节临近后大部分下游工厂将陆续放假。从 2 月份来看，正值春节假期，年后复工仍有不确定性，根据资讯网调研显示，中空、包装等下游大中型工厂订单较好，预计对需求有一定支撑，部分中小型工厂仍在观望年后复工政策，预计 2 月大部分中下游缓慢复工，整体需求弱于 1 月。

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:** 目前供应稳定, 需求侧节前备货情绪尚可, 库存达到绝对低位。短期来看, 聚烯烃仍处于资金市状态, 但由于炒作的是节前备货, 预计炒作时间并不长久; 中长期来看, 近远月合约价差呈现 Backwardation 结构, 表明市场对于聚烯烃远期仍呈较悲观态度, 以谨慎看空为主;

**上游:** 原油方面, 供应端加速减产, 需求端美国方面政策喜忧参半, 原油预计短期维持震荡; 乙烯方面, 基于市场对于后续新产能上场的预期, 预计价格以小幅回落为主; 丙烯方面, 丙烯高位回落;

**供应:** 1 月国内短修装置较多, 开工率高位震荡, 供应端产能略有缩减, 进口方面外盘高位震荡, 且有外商封盘惜售, 国内采购情绪不高, 整体来看供应面较为平稳, 目前尚未有更多新产能上场消息;

**需求:** PP 下游开工率除注塑外基本处于往年中低位, BOPP 厂商生产积极性尚可, 医疗用品需求托底, 整体需求自月中起开始回落; PE 方面包装膜需求较好, 大中型厂商预计春节内仍将生产, 但 2 月需求因返工政策不明或弱于 1 月需求。

## 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。