

缺乏核心驱动 PP 区间震荡

2022 年 5 月 13 日 星期五

兴证期货·研发中心
能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

联系人

王其强

电话: 0591-38117680

邮箱:

wangqq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

供应端目前装置负荷仍处于低位，拉丝排产率处于低位，存在结构性支撑，但装置转产调整较快，拉丝低排产率持续性存疑；需求端，目前塑编、BOPP 及注塑企业开工修复有限，主要消费端塑编开工率处于近年低位。供需呈现双弱格局，一旦装置负荷略有修复，石化企业累库压力就有所攀升。从估值来看，目前聚丙烯油制、PDH 及外采等路线均处于亏损状态，成本端原油、丙烷均处于高位，从产业现金流来看，目前聚丙烯估值偏低。因此，目前聚丙烯仍缺乏核心驱动，低估值与弱供需博弈延续，预计维持区间震荡。

● 风险提示

原油超预期波动；装置负荷大幅波动。

报告目录

一. 聚丙烯估值偏低.....	3
1. 与去年成本驱动影响有所不同.....	3
2. 多路线装置亏损严重.....	3
二. 供需双弱 缺乏核心矛盾点.....	4
1. 负荷低位 拉丝排产率阶段偏低.....	4
2. 下游开工低迷.....	6
3. 出口维持较高水平.....	6
三. 石化企业库存.....	7
五. 结论：缺乏核心驱动 延续区间震荡.....	7

图表目录

图表 1：聚丙烯走势图.....	3
图表 2：聚丙烯装置利润.....	4
图表 3：聚丙烯负荷及产量.....	5
图表 4：拉丝排产率.....	5
图表 5：2022 年 5 月聚丙烯新增检修装置.....	5
图表 6：下游开工情况.....	6
图表 8：海外聚丙烯价格及聚丙烯出口量.....	6
图表 9：PP 石化及贸易商库存.....	7

一. 聚丙烯估值偏低

1. 与去年成本驱动影响有所不同

我们从绝对价格分析来看，聚丙烯回调较原油大，且原油难较去年动力煤快速回调。今年二季度与 2021 年四季度行情波动均属于成本端波动引发的。2021 年受能耗双控政策影响下，煤价大幅上涨导致煤制装置负荷出现检修，成本端提振聚丙烯大幅走强，此后政策施压煤价，煤价硬着陆，8 个交易日动力煤价格跌幅近 50%，此后煤炭持续偏弱运行，这带动聚丙烯高位大幅回调近 30%。今年二季度俄乌战争爆发引发原油快速大幅上涨，一度提振聚丙烯再度摸高至 10000 元/吨，此后原油高位有所回调，聚丙烯快速回落，目前基本跌至 2021 年 2 月 24 日俄乌战争水平。而市场地缘政治引发供应收缩的扰动仍在，WTI 原油仍处于 100 美元/桶，较俄乌战争爆发前仍有 10%左右的涨幅。相比较去年四季度动力煤大跌引发成本坍塌来看，国内政策对煤价主导效果确定性较强，而俄乌战争变数较大，目前局势紧张延续，欧盟对俄罗斯能源制裁依然焦灼，原油仍处于高位。

图表 1：聚丙烯走势图



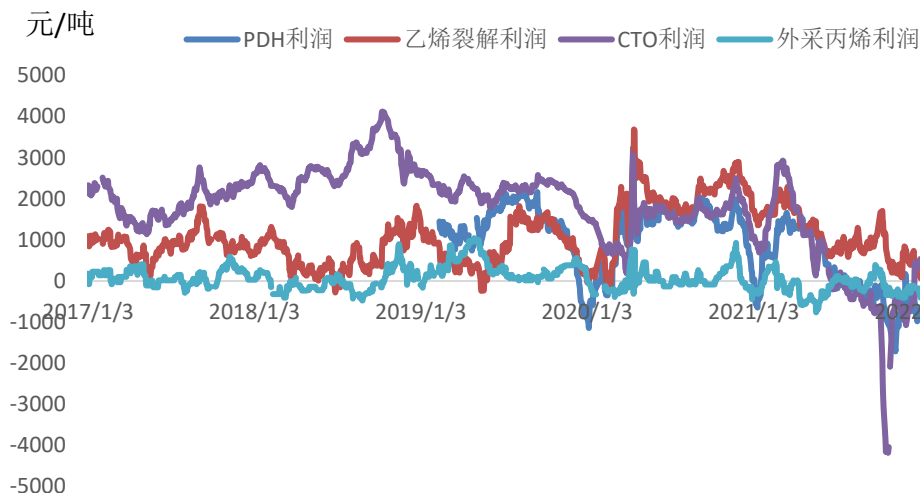
数据来源：文华财经，兴证期货研发部

2. 多路线装置亏损严重

油制及 PDH 路线亏损严重。受俄乌战争影响，原油大幅上涨，以及欧洲天气供应紧张，带动丙烷价格大幅上涨，聚烯烃原料端出现较为明显的上涨，而终端驱动偏弱，向下传导不顺畅，

多路线出现面包比面粉便宜的状态。PDH 装置路线以及油制路线单吨亏损依然维持 1000 元/吨以上，外采丙烯亏损 400 元/吨左右，仅煤制装置有一定利润，整个行业利润低迷。

图表 2：聚丙烯装置利润



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

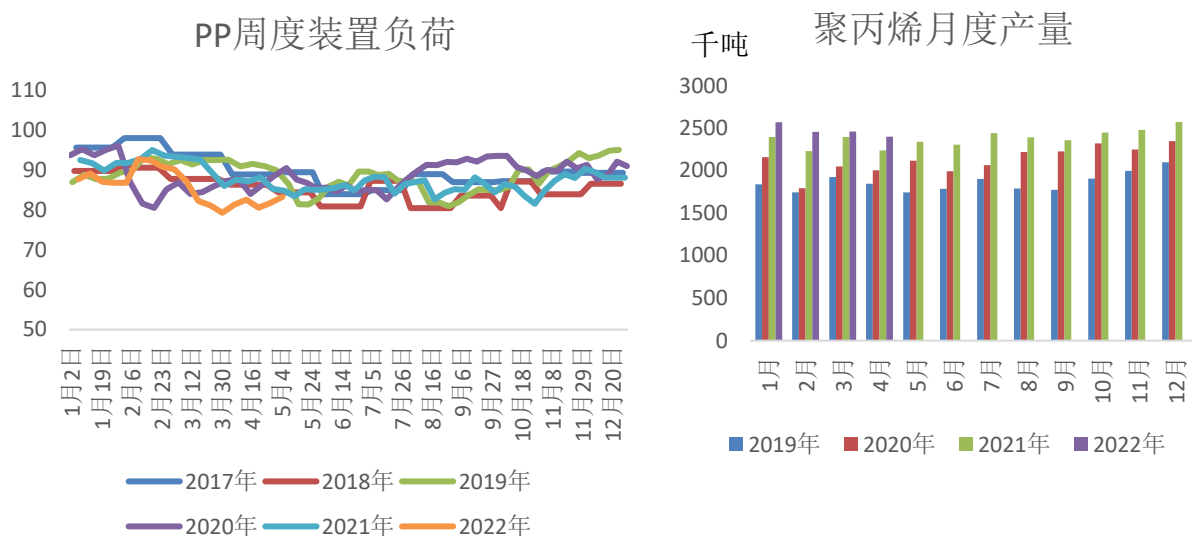
二. 供需双弱 缺乏核心矛盾点

1. 装置负荷低位 拉丝排产率阶段偏低

国内装置负荷低位，产量供需来源新增产能，拉丝排产率阶段偏低。随着行业亏损加剧中石化等装置主动检修降负，装置负荷从 2 月底 9 成以上降至 8 成附近，且处于近几年的低点。而聚丙烯产量维持较高水平，今年 1-4 月国内聚丙烯产量 989 万吨，同比增加 6.8%，低负荷下，产量增加供需主要来源于新增产能释放。一季度主要新增产能来源于浙石化二期 90 万吨新增产能。目前整体行业亏损仍未改善，5 月份检修依然较为集中，包括浙石化、东华能源等大型装置，整体负荷依然处于低位；新增产能方面，新增产能计划依然存在，但行业亏损状态，新装置开车节奏将有所放缓。

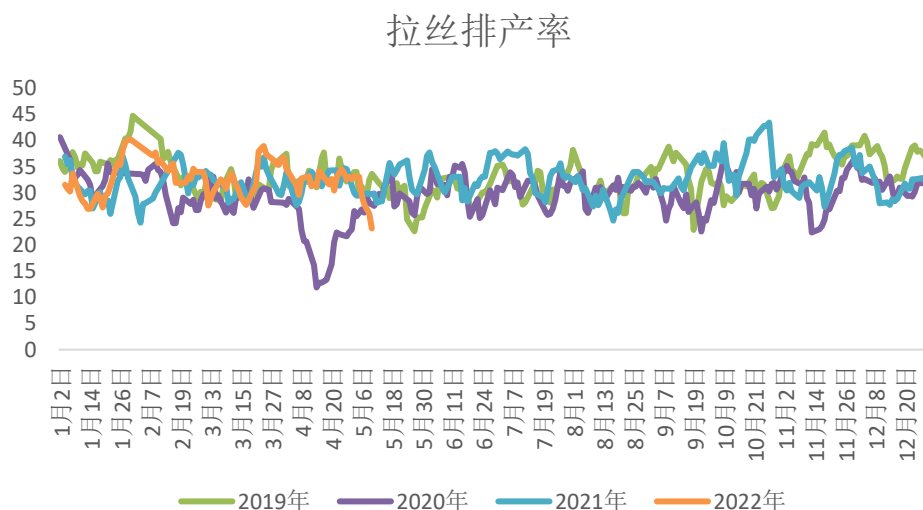
从供应结构性来看，近期拉丝排产率降至 26% 处于偏低水平，下游需求塑编表现不佳，装置对排产做相应的调整，标品供应量收缩，从结构性上来说对盘面存在一定支撑，例如像 2020 年 4 月份纤维料排产挤压拉丝排产，阶段性供应错配，提振盘面走强。当然需要关注拉丝低位持续性，毕竟装置转产较快。

图表 3: 聚丙烯负荷及产量



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 4: 拉丝排产率



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 5: 2022 年 5 月聚丙烯新增检修装置

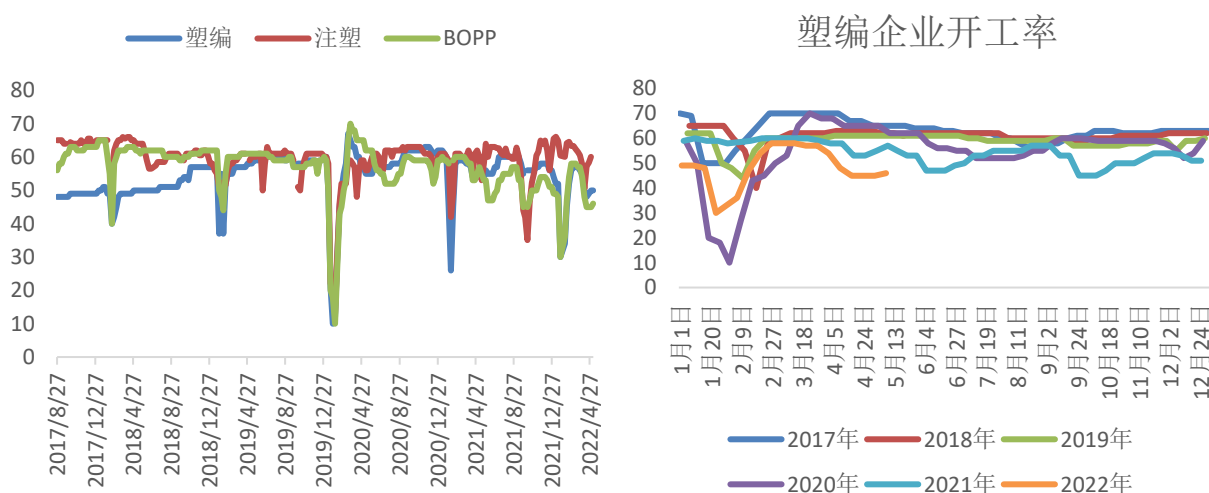
装置	产能 (万吨)	停车时间	开车时间
浙石化	45	2022. 5. 5	计划 45 天
抚顺石化	9	2022. 5. 1	预计 2022 年 6 月初
东华能源 (张家港)	40	2022. 5. 17	预计 2022 年 7 月初
洛阳石化	12	5 月初	预计 1 个月
古雷石化	35	2022. 5. 6	2022. 5. 9

数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

2. 下游开工低迷

主要下游塑编开工低迷。聚丙烯下游包括塑编、BOPP、注塑等，主要在塑编领域。今年终端消费不佳，叠加国内疫情扰动，塑编、BOPP、注塑开工低迷，虽然随着疫情忧虑缓和，物流有所改善，BOPP、注塑企业开工分别回升至 60%及 50%，但修复力度仍较为有限，且塑编企业开工率 46%，处于近几年同期的最低水平，整体下游消费低迷。

图表 6：下游开工情况

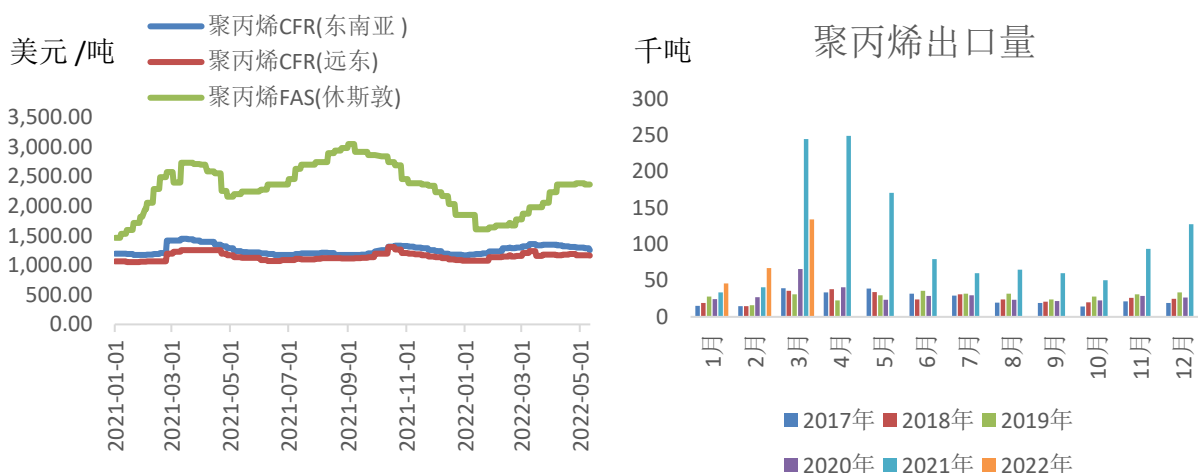


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

3. 出口维持较高水平

出口窗口仍在，出口维持较高水平。从最新出口数据来看，3 月份聚丙烯出口 13.4 万吨，同比去年下降 45%，主要去年一季度欧美恶劣天气导致供应受损，出口基数较大。2021 年月度平均出口量 10.6 万吨左右，疫情前平均月度出口量 3 万吨左右，由此看，目前聚丙烯出口量仍处于较高水平。随着国内产能释放，国内供需相对偏弱，而欧美需求尚可，海外价格高位，加之人民币快速贬值，内外倒挂，仍有一定的出口利润。

图表 8：海外聚丙烯价格及聚丙烯出口量

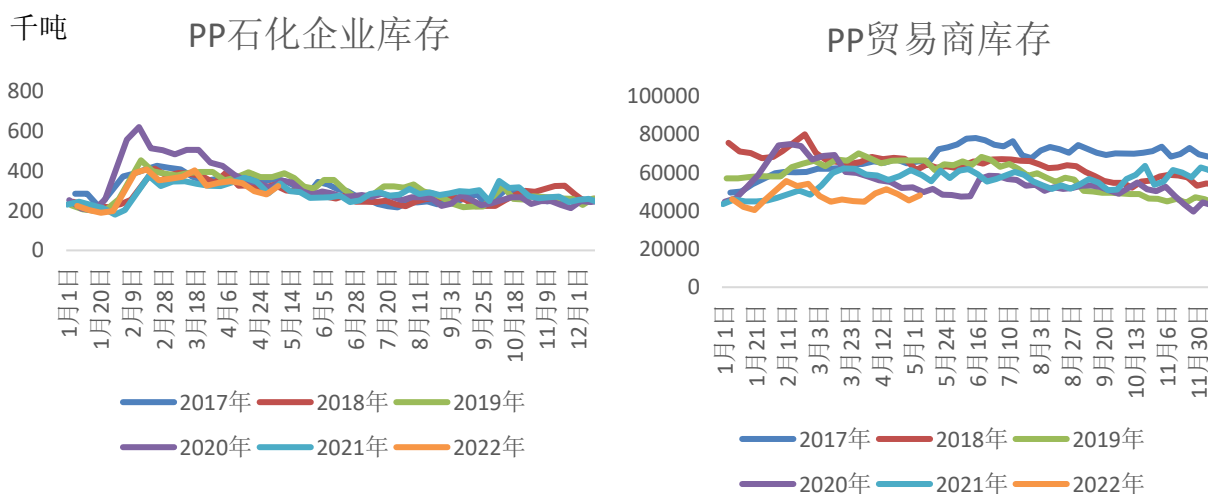


数据来源：CCF, Wind, 兴证期货研发部

三. 石化企业库存

石化企业库存仍有压力。从库存来看，前期随着中石化等装置检修，整体国内装置负荷下降至8成附近，石化企业库存有所下降，不过随着国内装置部分重启，下游驱动偏弱，目前石化企业库存再度攀升至30万吨以上，石化又呈现一定累库压力。

图表 9: PP 石化及贸易商库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

五. 结论：缺乏核心驱动 延续区间震荡

从上述分析来看，供应端目前装置负荷仍处于低位，拉丝排产率处于低位，存在结构性支撑，但装置转产调整较快，拉丝低排产率持续性存疑；需求端，目前塑编、BOPP及注塑企业开工修复有限，主要消费端塑编开工率处于近年低位。供需呈现双弱格局，一旦装置负荷略有修

复，石化企业累库压力就有所攀升。从估值来看，目前聚丙烯油制、PDH 及外采等路线均处于亏损状态，成本端原油、丙烷均处于高位，从产业现金流来看，目前聚丙烯估值偏低。因此，目前聚丙烯仍缺乏核心驱动，低估值与弱供需博弈延续，预计维持区间震荡。

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。