



2017 年 11 月

聚烯烃

研发中心

吴梦吟

研究员，期货执业证书编号 F0286856

wumy@dxqh.net

供需相对平稳

现货支撑或带来正套机会

投研观点：

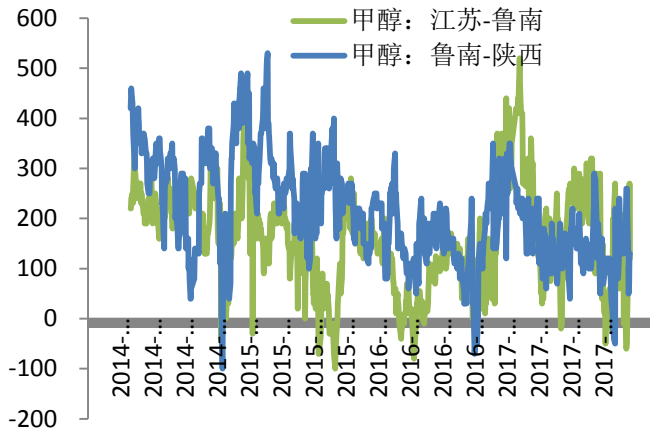
- 塑料下游农膜开工率回落，净进口增速继续攀升，以及 PP 净进口增速的收缩抑制了 L-PP 价差的走阔，但 600 以下价差存在较强支撑。后期，在宁煤三期、神华宁煤、青海盐湖、河北海伟等装置的重启对 PP 冲击更大。但进口冲击和上游价格支撑的差异仍有较大不确定性。L-PP 头寸暂且观望。
- 塑料国内供应增加空间有限，主要关注外盘的冲击；PP 国内供应增长预期对盘面的拖累较大，关注甲醇及丙烯、粉料的支撑；目前甲醇现货已经包含了国内装置开工率下滑和港口区可流通货源不足的利好预期，期货贴水幅度较深时的反弹力度强。但下游装置好转有限，MTP 装置开工率受抑制，或限制甲醇进一步上行。目前聚烯烃产业链主要的矛盾集中于甲醇-PP。
- 01 合约受益于低库存与现货价格的支撑，05 合约受到远期供需走弱预期的打压。结合空头的主动换月，短期烯烃可考虑 1-5 正套机会。

一、行情回顾：

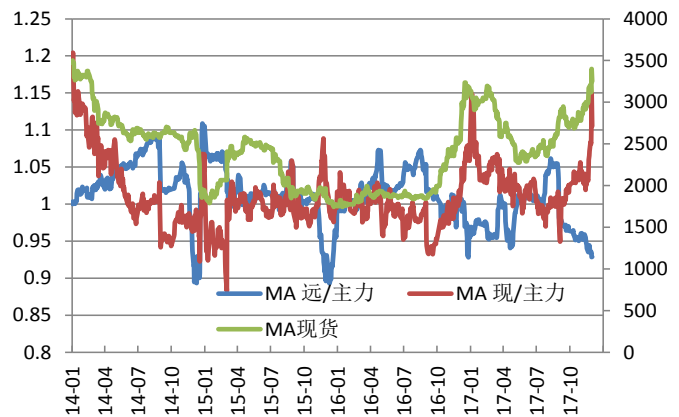
11 月聚烯烃期现价格震荡走弱，甲醇受供应端缩减和船货延后到港的利好提振，现货和 01 合约走势偏强。L01 回调至盘面相对进口套利亏损后出现了企稳；而 PP01 持续盘面进口价格倒挂，盘面上行空间止步于进口价格 9300 附近。11 月甲醇走势先弱后强，西北等主要产区价格涨至 3200 附近，支撑甲醇 01 合约创下年内新高。内盘甲醇报价持续升水到港价格，内外盘套利窗口的打开抑制了上行的之路。但随着冬季到来，运输和限产压力持续支撑西北等主产区甲醇价格。

图 1：甲醇华东-鲁南现货价差走势图

图 2：MA 期现比价及月间比价走势图



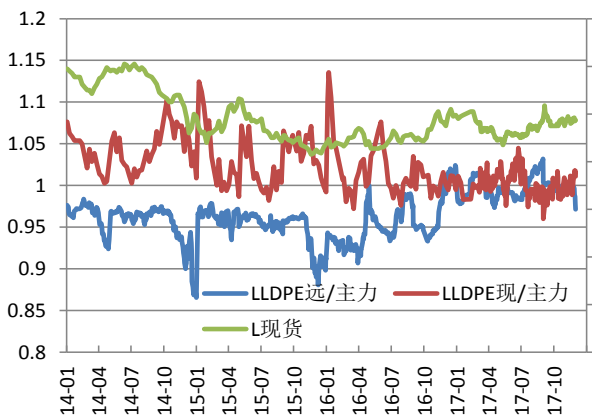
数据来源: wind, 东兴期货研发中心



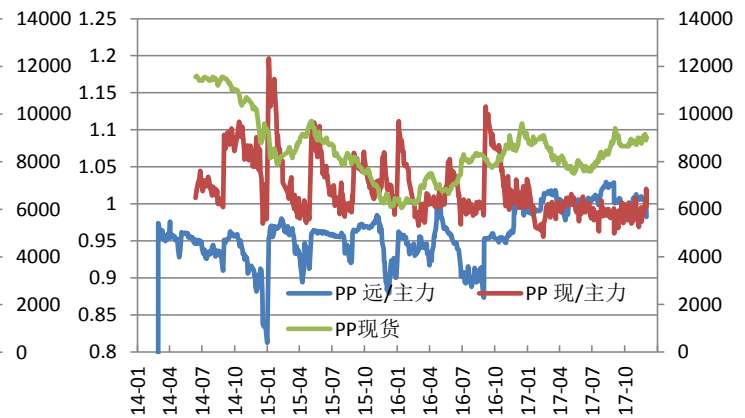
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 3: LLDPE 期现比价及月间比价走势图

图 4: PP 期现比价及月间比价走势图



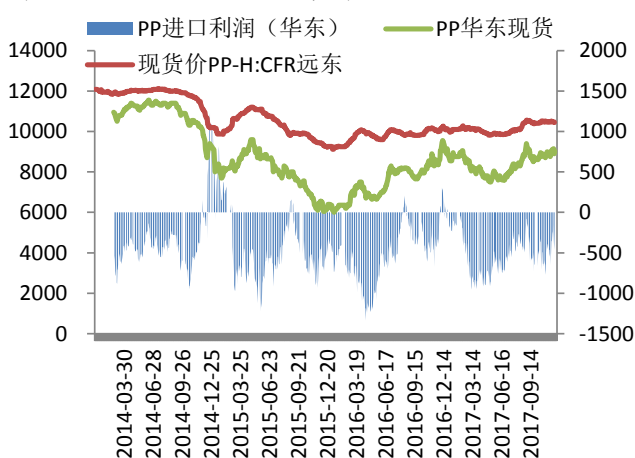
数据来源: wind, 东兴期货研发中心



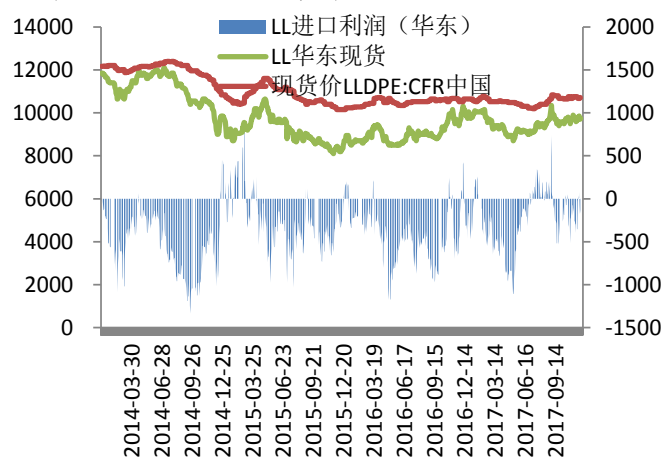
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 5: LLDPE 进口利润走势图

图 6: PP 进口利润走势图



数据来源: wind, 东兴期货研发中心



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

二、表观需求分析

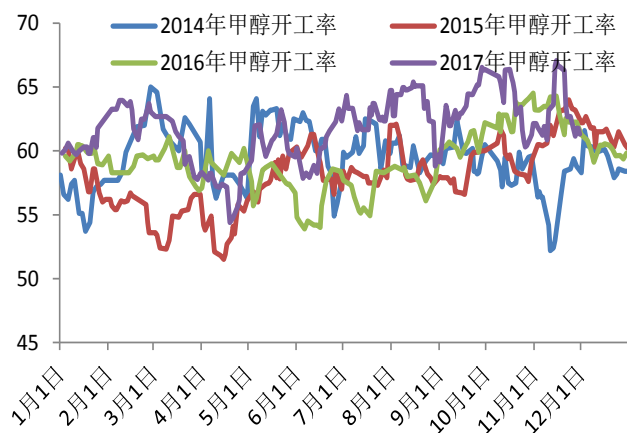
甲醇方面, 受环保限产影响, 西北地区甲醇开工率再次下滑至历年低位值附近, 整体开工率维持在历年均值区间内。此外, 华东地区到港量的下滑导致华东地区供需缺口扩大。此外, 下游甲醛、二甲醚等产品加工利润和需求

都出现了好转，甲醇维持上下两难的格局。

烯烃方面，

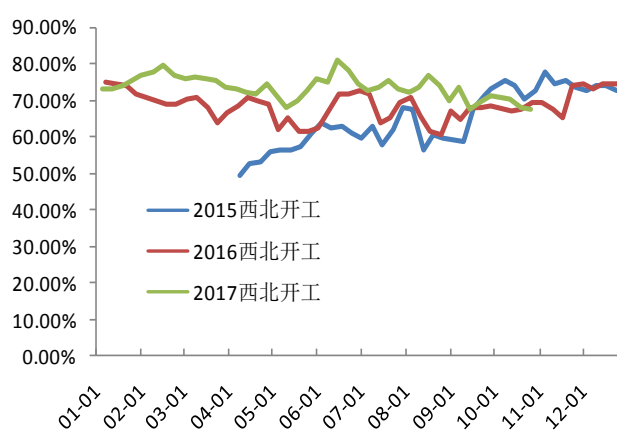
将表观需求分拆后可知，PP 表需累计同比增速再次回落至 PE 表需累计同比增速下方。这与前期预判有所偏差，在盘面上也抑制了 PE-PP 价差的走阔。与前期预期一致的是，PP 国内供应稳步增长，而 PE 国内供应增速维持在 10% 以下。主要的波动来自于净进口部分。

图 7：15-17 年甲醇全国开工率走势图



数据来源：wind，东兴期货研发中心

图 8：15-17 年甲醇西北开工率走势图



数据来源：wind，东兴期货研发中心

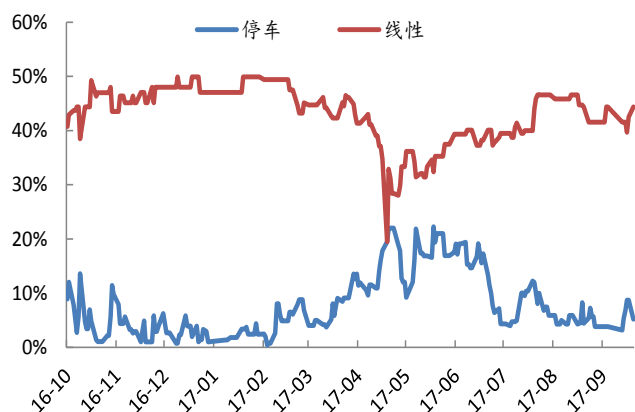
表 1：PE、PP 及 LLDPE 表观需求增速表

	表观需求累计同比			产量累计同比			净进口累计同比		
	PE	PP	LLDPE	PE	PP	LLDPE	PE	PP	LLDPE
17-01	17.81%	12.89%	24.23%	14.06%	11.64%	18.65%	23.92%	18.39%	41.18%
17-02	20.11%	15.66%	24.07%	10.04%	9.28%	16.66%	37.59%	46.68%	47.98%
17-03	14.69%	13.90%	19.40%	8.23%	8.95%	16.36%	24.63%	36.20%	27.98%
17-04	13.01%	10.89%	18.44%	9.12%	7.85%	17.95%	18.81%	24.40%	19.76%
17-05	12.54%	10.46%	17.10%	9.15%	8.84%	17.19%	17.67%	17.61%	16.85%
17-06	11.84%	9.74%	14.13%	8.34%	9.06%	12.94%	17.17%	12.75%	17.32%
17-07	10.15%	9.62%	13.29%	6.18%	9.65%	11.84%	16.26%	9.47%	17.17%
17-08	10.42%	10.93%	13.81%	6.07%	11.55%	12.29%	17.06%	8.22%	17.78%
17-09	11.85%	11.38%	15.25%	7.16%	12.37%	12.78%	18.92%	7.15%	21.62%
17-10	12.59%	10.85%	14.74%	7.04%	12.05%	11.50%	21.11%	5.71%	23.24%

数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

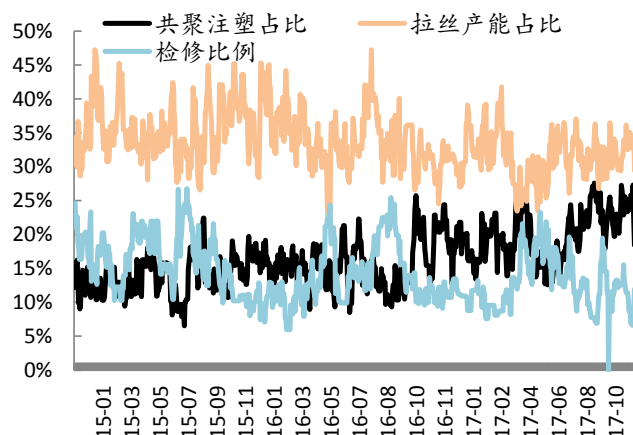
装置投产方面，烯烃整体利润情况较好，年内 PE 国内产能增速约为 2.38%，PP 国内产能增速约为 3.22%。外盘待投产的装置对 PE 略有冲击，外围市场年末无新的 PP 新装置投放。PE 和 PP 供应量的波动主要来源于存量供应。装置生产比例显示，目前 PE 装置检修比例处于历史低位（5%），PP 装置检修比例处于中位值偏低水平（12%）。其中线性装置生产比例接近历史高位值（50%）。基于此，我们维持前期判断，相较于 PP，PE 后期国内供应增长空间较小。

图 9：PE 装置生产比例走势图



数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 10：PP 装置生产比例走势图



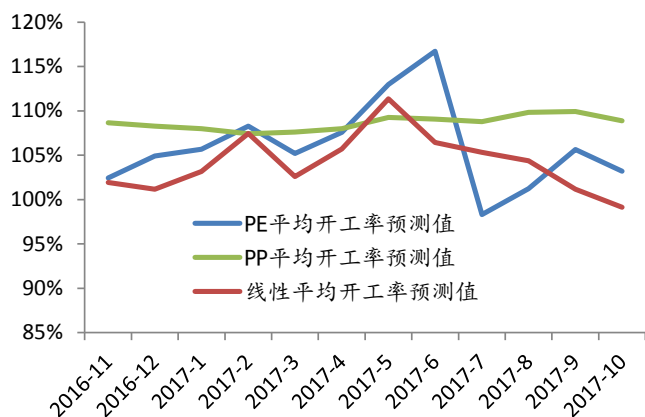
数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

基于月度产量和装置生产比例得到的 PE、PP 装置月度开工率数据可知，PP 装置开工率维稳于 110% 附近，PE 装置开工率波动较大。

由图 7 可知，自 7 月起，PE 装置开工率下调且徘徊于相对较低的水平，而 LLDPE 装置开工率持续下滑。这导致 PE 产量累计同比由 14.06% 下滑到了 7.16%，LLDPE 产量累计同比由 18.65% 下滑到了 12.78%。此外，PE 净进口累计同比由 23.92% 下滑到了 17.06%，LLDPE 净进口累计同比由 41.18% 下滑到了 17.78%，港口库存比例中 LLDPE 比例较年初下降。这导致 PE 表观需求累计同比由年初的 17% 下滑到了 10.42%，LLDPE 表观需求累计同比由年初的 24.23% 下滑到了 13.81%。

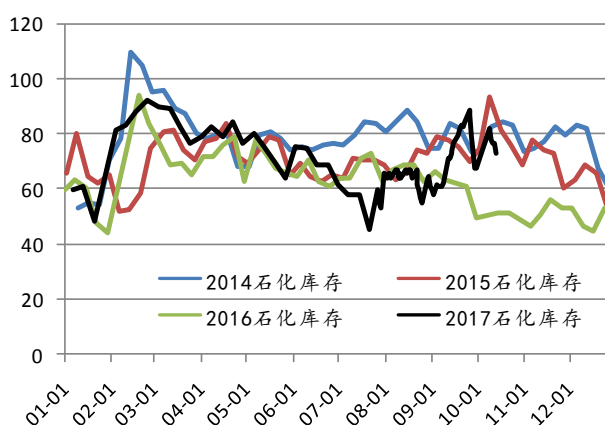
而 PP 的去库存主要依赖净进口量增速的放缓，PP 净进口累计同比由年初的 46.68% 下滑至 8.22%。PP 装置开工率于 110% 附近平稳运行，结合下半年新投放的产能，PP 产量累计同比增速在 1、2 季度略有下滑后再次突破 10%。8 月 PP 表观需求累计同比增速为 13.81%，年内首次高于 PE 表观需求累计同比增速。虽然前期粉料和回料供应缩量削弱了 PP 的供应压力，但后期 PP 压力仍在。

图 11：PE、PP 月度开工率走势图



数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 12：14-17 年石化库存走势图



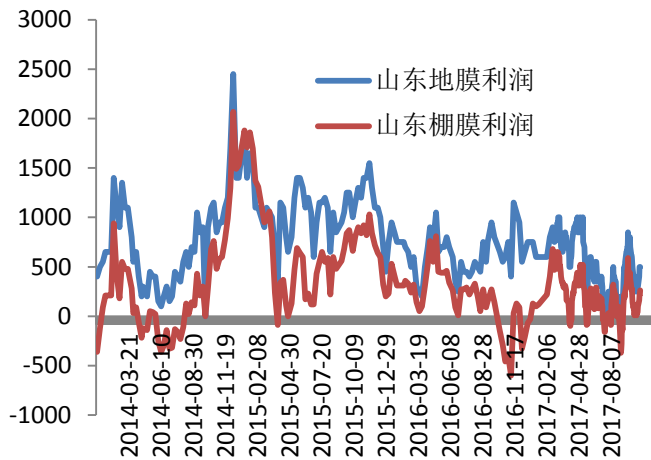
数据来源：wind，东兴期货研发中心

三、需求分析

甲醇方面，目前甲醛、MTBE、醋酸等细分行业装置利润好转，开工率有所回升。烯烃方面，PE 旺季因素逐渐消退，

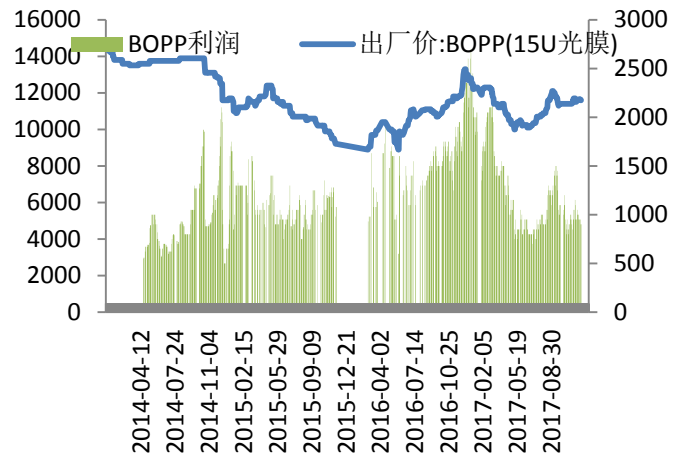
农膜开工率回落至 62%左右；PP 下游仅塑编开工率略有上升，BOPP 价格初现疲软，两者利润都有所回落。

图 13：地膜、棚膜装置利润走势图



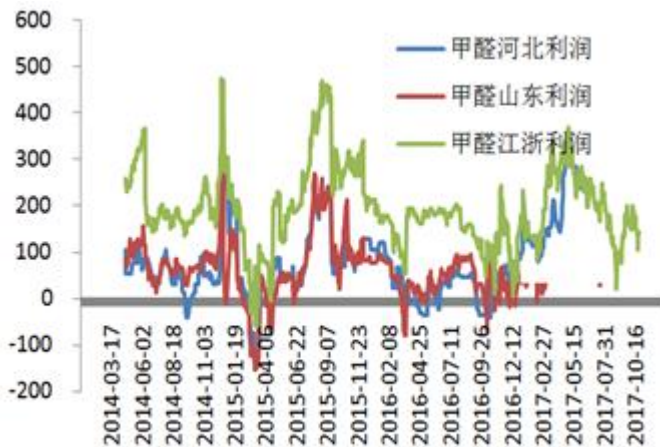
数据来源：wind，东兴期货研发中心

图 14：BOPP 装置利润走势图



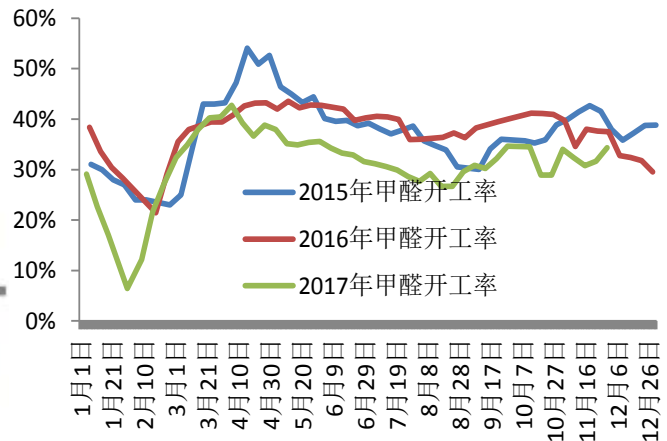
数据来源：wind，东兴期货研发中心

图 15：甲醛装置利润走势图



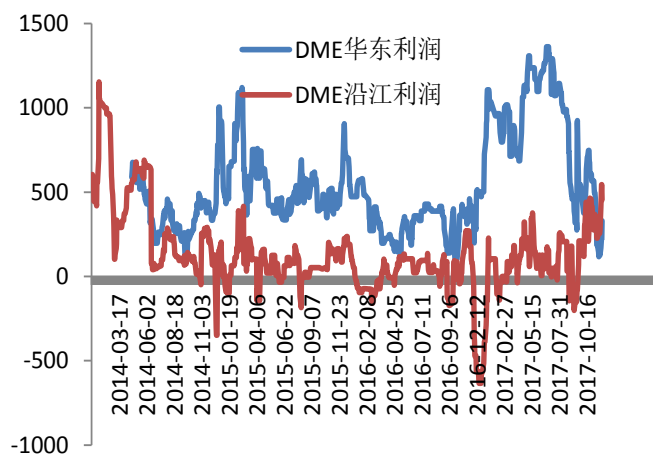
数据来源：wind，东兴期货研发中心

图 16：甲醛装置开工率走势图



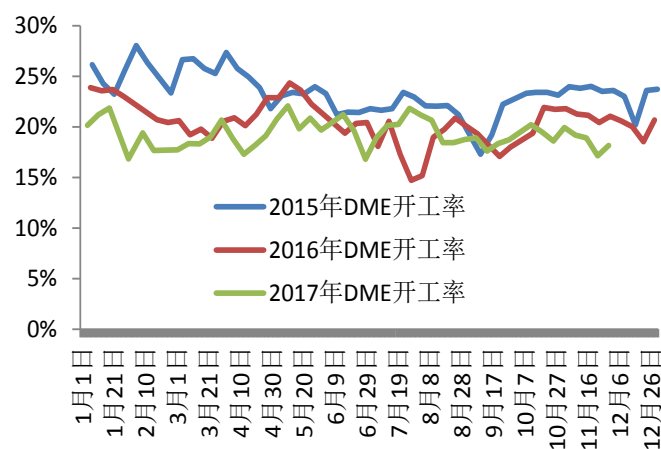
数据来源：wind，东兴期货研发中心

图 17: DME 装置利润走势图



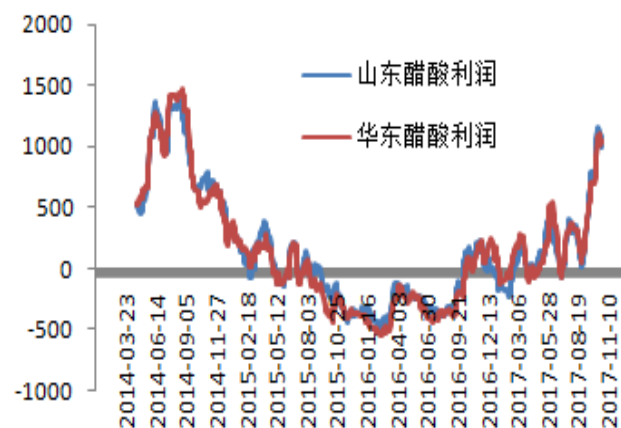
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 18: DME 装置开工率走势图



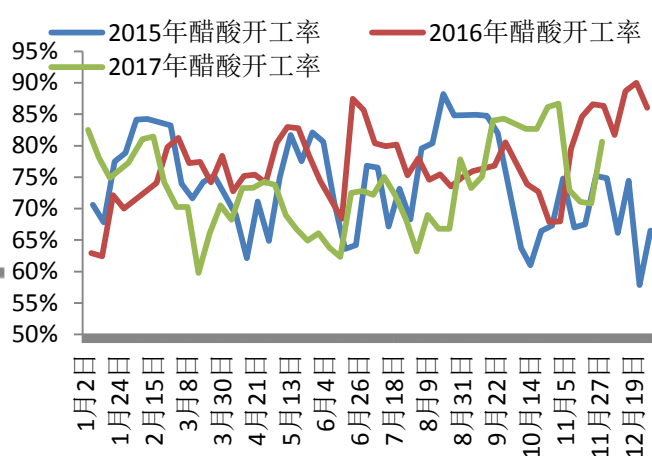
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 19: 醋酸装置利润走势图



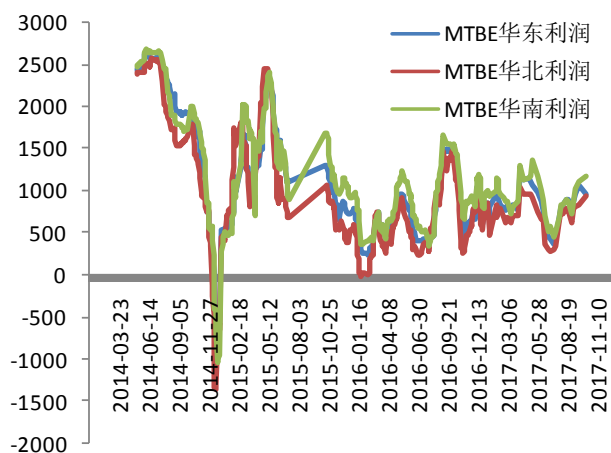
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 20: 醋酸装置开工率走势图



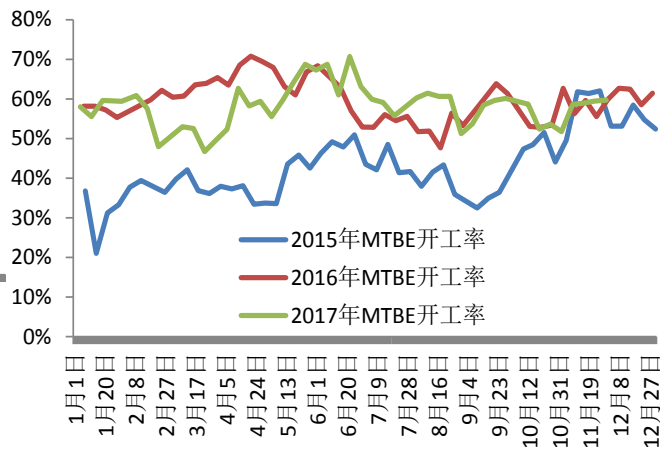
数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 21: MTBE 装置利润走势图



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

图 22: MTBE 装置开工率走势图

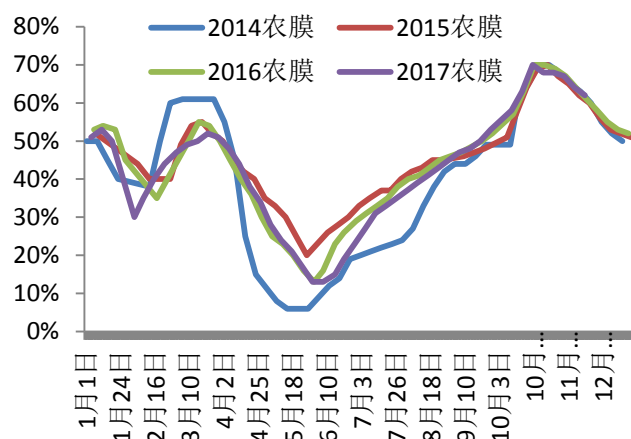


数据来源: wind, 东兴期货研发中心

而从下游细分行业的开工率数据来看, PE 下游行业开工率经历了旺季后出现回落, PP 下游行业开工率维持往年同

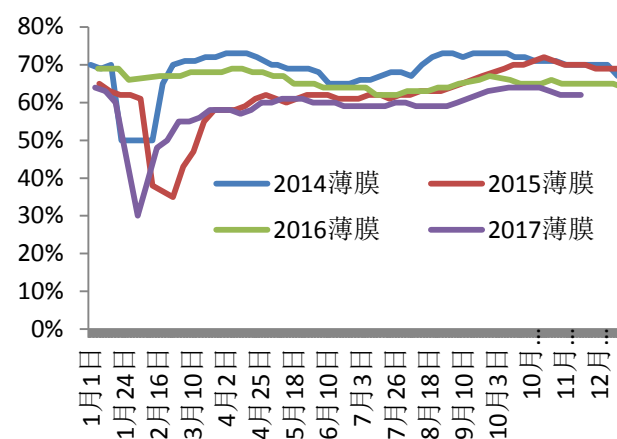
期中偏低水平。甲醇的传统下游需求表现较好，但受到下游烯烃装置利润的扰动影响较大。目前 MTO 装置利润持续低位。MTO 装置利润的走坏，导致了前期兴兴能源等装置的停车，但短期内无更多装置检修计划。后期的大装置重启计划较多，其中包括宁煤三期以及大唐多伦、神华宁煤、青海盐湖以及河北海伟等装置，将增加 PE (45 万吨/年)、PP (185 万吨/年) 的供应量。后期 PP 国内供应量增速或继续高于 PE。

图 23: 14-17 年农膜开工率走势图



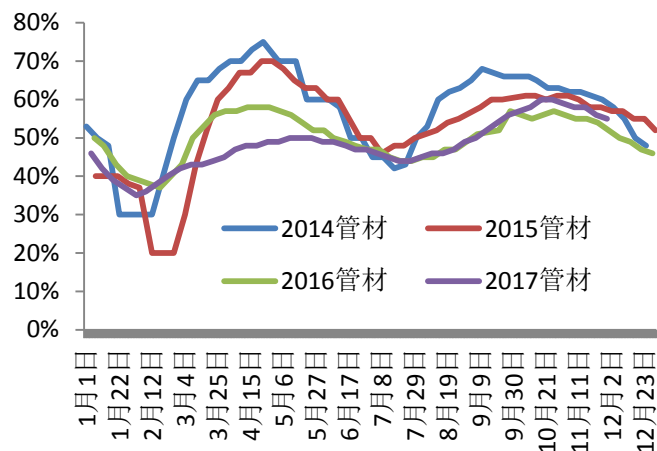
数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 24: 14-17 年薄膜开工率走势图



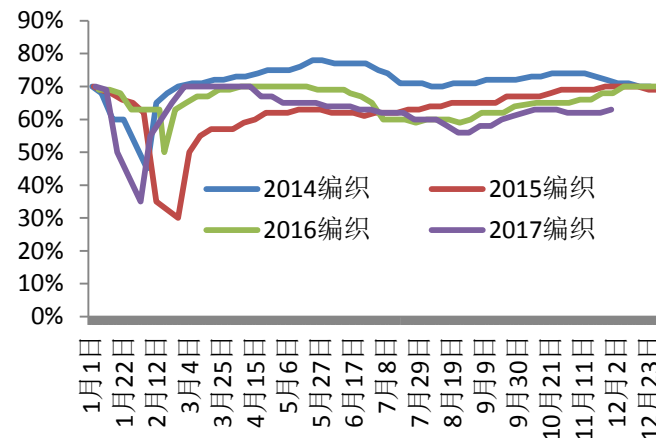
数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 25: 14-17 年管材装置开工率走势图



数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

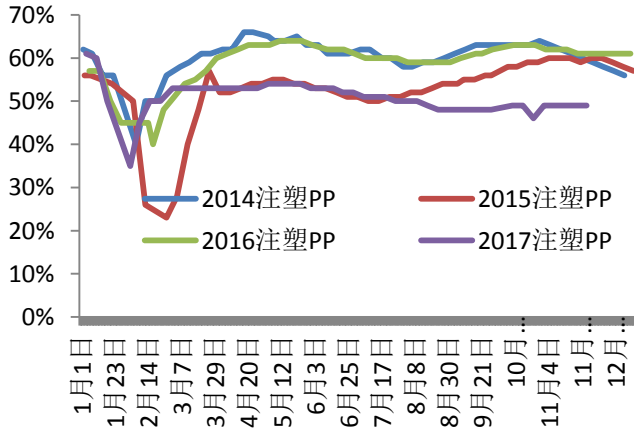
图 26: 14-17 年编织装置开工率走势图



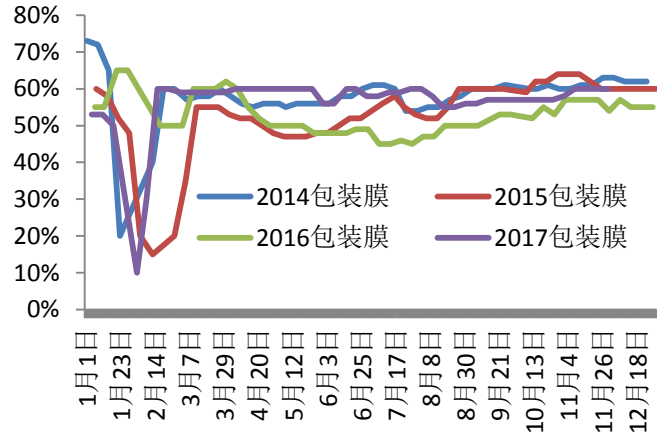
数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 27: 14-17 年注塑 PP 装置开工率走势图

图 28: 14-17 年包装膜装置开工率走势图

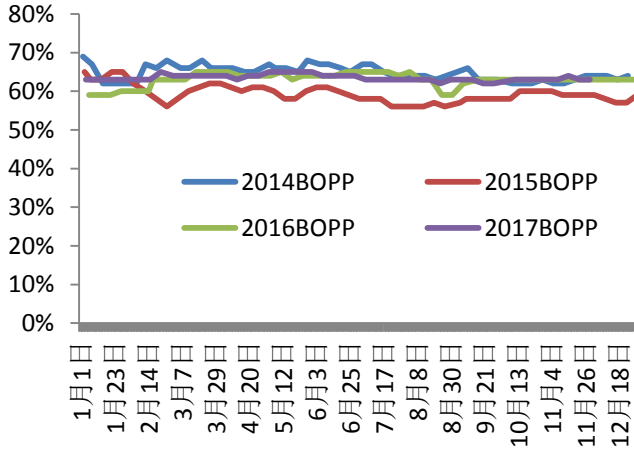


数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心



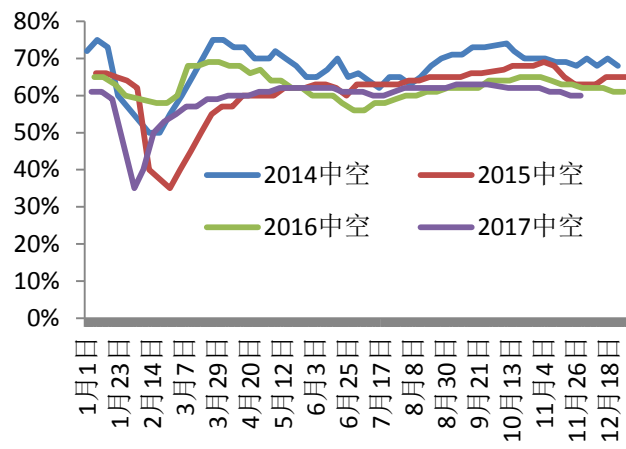
数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 29: 14-17 年 BOPP 装置开工率走势图



数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

图 30: 14-17 年中空装置开工率走势图



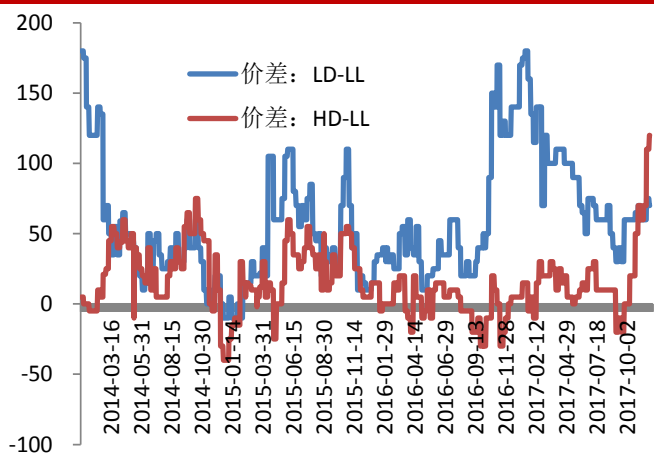
数据来源：卓创资讯，东兴期货研发中心

四、替代品价差分析

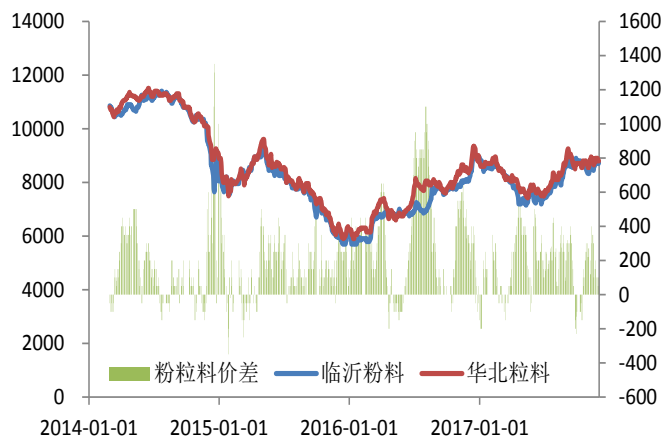
替代品方面，HD-LLD 价差偏高，HD 对 LLD 支撑作用仍将持续。PP 的替代品支撑主要来源于粉料，目前粒粉价差收窄至 100 元/吨左右，粉料对粒料支撑走强，但考虑到粉料对丙烯价差有所扩大，粉料对粒料的支撑并不牢固。整体而言，相对于非标品，LLD 和粒料估值相对偏低。

图 31: LLD 替代品价差走势图

图 32: 拉丝-粉料价差走势图



数据来源: wind, 东兴期货研发中心



数据来源: wind, 东兴期货研发中心

五、结论及策略

1、塑料下游农膜开工率回落, 净进口增速继续攀升, 以及 PP 净进口增速的收缩抑制了 L-PP 价差的走阔, 但 600 以下价差存在较强支撑。后期, 在宁煤三期、神华宁煤、青海盐湖、河北海伟等装置的重启对 PP 冲击更大。但进口冲击和上游价格支撑的差异仍有较大不确定性。L-PP 头寸暂且观望。

2、塑料国内供应增加空间有限, 需关注外盘的冲击; PP 国内供应增长预期对盘面的拖累较大, 支撑方面关注甲醇及丙烯、粉料的支撑; 目前甲醇现货已经包含了国内装置开工率下滑和港口区可流通货源不足的利好预期, 期货贴水幅度较深时的反弹力度强。但下游装置好转有限, 核心的 MTP 装置仍处于亏损状态, 或抑制甲醇进一步上行。目前聚烯烃产业链主要的矛盾集中于 MTP 装置的负利润。

3、01 合约受益于低库存与现货价格的支撑, 05 合约受到远期供需走弱预期的打压。结合空头的主动换月, 短期烯烃可考虑 1-5 正套机会。

免责声明: 本报告中的信息均数据来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货研发中心”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。