

## 供需矛盾下，关注塑料、PP 旺季需求

投研部 谢祥华  
电话：020-85586915

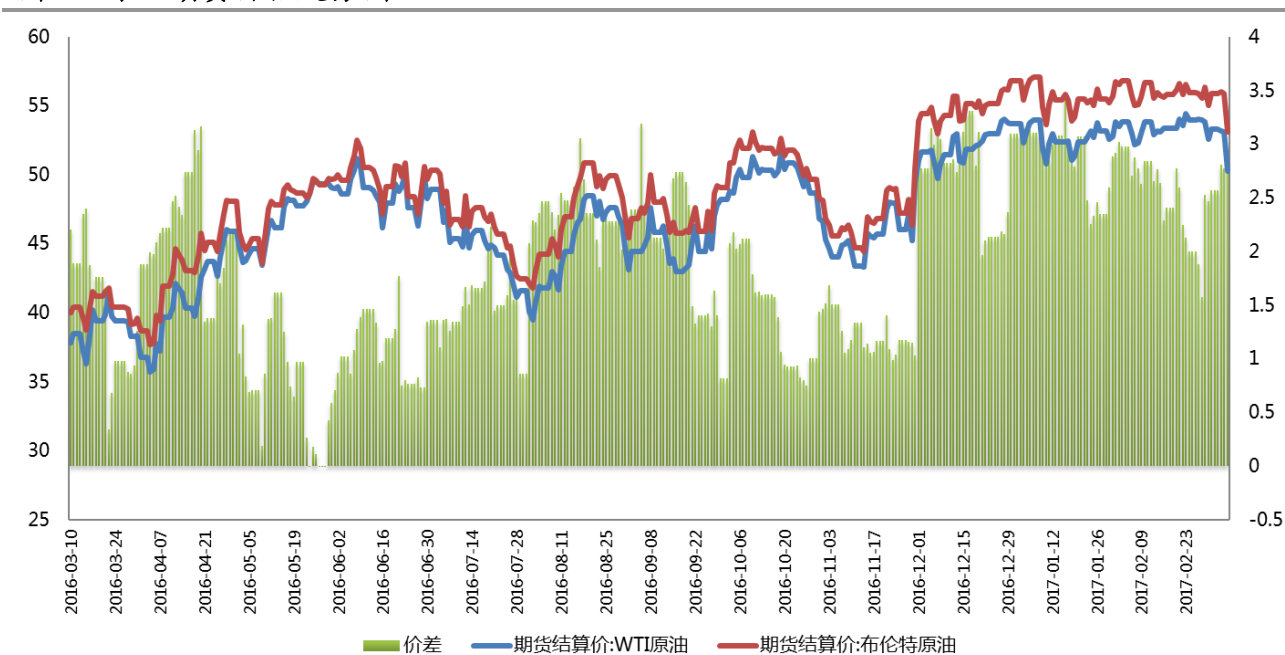
### 核心观点

- 春节过后，石化库存与港口库存累积，去库存路程困难。截至目前港口仓库依然爆满，尤其针对近几日市场爆出的某仓库事件后，发现难以找到合适的仓库移库，仓库压力状态可想而知。目前供应压力难以缓解。
- 近期市场炒作点增加，而石化企业检修与需求面逢低采购将是指引市场反弹的两个重要作用点，但另一方面，伴随工厂开工负荷提升及前期备货消耗，工厂库存压力略有缓解，但石化及贸易商库存压力仍处于高位，仍是目前行情下滑的主要压力点。短线建议重点关注贸易商出货及各地仓储货源增减情况，各个生产企业检修状况极可能是近期市场炒作点，3月传统旺季的预期也许谨慎对待，尽管目前市场继续下跌空间不大，但反弹仍显准备不足，中上旬仍需谨慎。当然，目前去库存操作之下，在关注炒作的同时勿忘市场库存增减变化情况。

## 一、行情回顾

2 月份原油延续前期高位横盘状态，且波动幅度不断收窄。期间原油市场消息面继续围绕两大关键要素展开——减产协议和页岩油增产。虽然欧佩克月报以及监督委员会证实减产进度良好，继续支撑多头氛围，但钻井活动持续回暖带动页岩油产量稳步攀升，不断吞噬减产带来的利好。此外，美国原油库存创出新高，汽油消费增速大幅下滑，美元指数反弹走高，进一步限制原油涨幅。

图 1：原油期货价格走势



数据来源：Wind 资讯、广州金控期货

图 2：LLDPE 期货价格走势



数据来源：大连商品交易所

受春节期间市场累库存及港口到货增多，下游生产恢复缓慢需求不佳等影响，石化出厂价格大幅下调，期价高位回落。主要原因归结为，PE 装置检修较少，塑料港口到港量较大，

塑料供应充足；春节期间石化库存和港口库存快速积累，节后下游工厂开工后库存并未下降，反而继续增加；下游需求恢复较慢，未现集中备货。

聚丙烯的情况类似，生产厂家在春节前后加大力度生产而下游多数停工放假，库存增加，节前内外盘倒挂，进口货源增加，港口大量到货，节后下游对高价原料采购积极性较低，社会库存在产销滞后的环境下，库存压力急剧增加。石化降价，期现价格高位回落。

图 3：PP 期货价格走势



数据来源：大连商品交易所

## 二、宏观经济环境分析

自特朗普当选美国总统以来，美元指数大幅上升，美国三大股指更是气势如虹。特朗普政府制定了雄心勃勃的增长计划，制造业回归美国和基础设施重建是实现其经济目标的两大战略，具体策略则是保护主义关税壁垒与国内税收减免的“恩威并举”，其宏观政策的核心是宽财政和紧货币的政策组合。3月1日在特朗普发表政策演讲后，市场对联储在3月升息概率的预期大幅上升至80%。联储内部有关加息的政策倾向也越来越一致，鹰派色彩日浓。

欧洲经济近年来也有所好转。经济增长指标和通胀率均开始上涨，意味着欧洲央行的超宽松货币政策或许不再必要。3月份初欧洲央行将举行货币政策会议，部分经济学家认为，本次会议或许成为德拉基和欧洲央行货币政策转向收紧立场的开始。尽管欧元区经济下行风险衰退，但由于欧洲多国今年面临大选，整体风险仍偏向下行。

国务院总理李克强发表2017年《政府工作报告》，明确今年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长6.5%左右，在实际工作中争取更好结果。我们认为，考虑到当前经济面临的债务风险以及“去杠杆”和“去产能”带来的下行压力，2017年GDP增长目标也不宜定得过高，以免加剧政策扭曲和与改革的关系。2017年中国经济能够实现稳中求进。

## 三、基本面因素分析

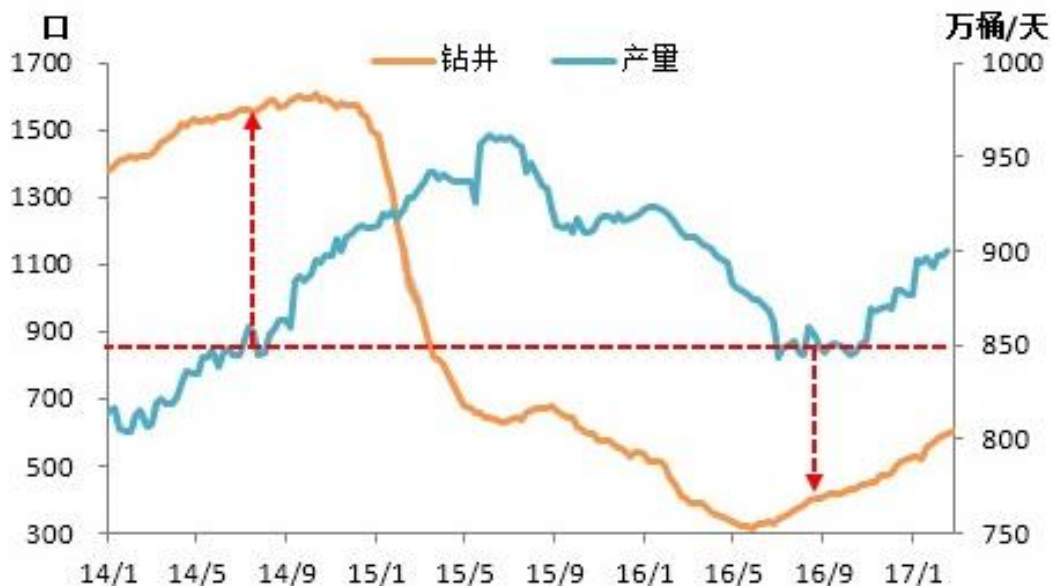
### （一）原油市场多空对峙，页岩油是今年原油市场最大的变数

国际能源署(IEA)发布的《2017年石油市场报告》显示，虽然在削减产量以缓解供应过剩局面，但是OPEC也在准备未来几年需求上升。到2020年，石油输出国组织(OPEC)的原油产能增量预期将提高一倍有余，俄罗斯也将维持创纪录的产量水平，且亚洲原油市场可能变得高度不平衡。

原油市场多空对峙的局面已经延续了两个月之久，而至今仍没有破除的迹象。产油国方面频繁有乐观表态传出，延长减产协议的可能性也在提振油市人气，不过，页岩油强势增产

在持续冲消原油上行动能。而且，美国石油库存压力不降反增，供需再平衡遥遥无期。页岩油对油价的打压会持续存在，3 月份还要关注减产方面是否会再进一步，或者协议延长的预期是否会升温，美元指数能否延续反弹走势。

图 4：美国钻井活动与产量走势



数据来源：大连商品交易所

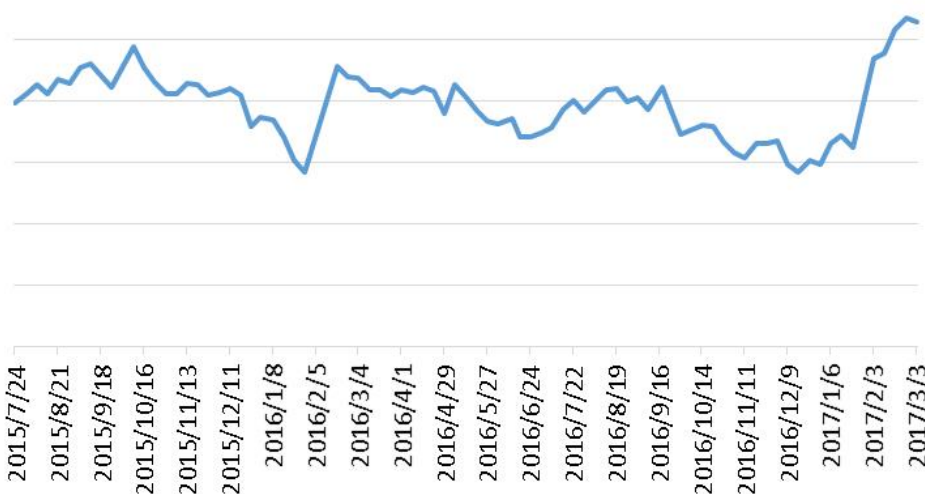
贝克休斯最新数据显示，截至 2 月 24 日当周，美国活跃钻井数增加 5 座至 602 座，连续第 6 周攀升，2015 年 10 月以来首次超越整数 600，且继续刷新 2015 年 10 月以来新高，进一步延续了长达 9 个月的回升势头。美国油井数量以及原油产量的持续上升，已经不是“新闻”，不过，上述两个数据均于本周突破整数关口，引起市场担忧。美国周度原油产量时隔 11 个月后再度突破 900 万桶/天大关，从中足以看出页岩油产商正在充分享受油价回升带来的利好。

## (二) 供应持续增加

2 月乙烯炼化企业仍存在检修情况，不过检修时间多数较短。除了兰州石化老全密度装置长期停车外，其他炼化企业检修时间不长，抚顺石化 LLDPE 装置和新 HDPE 装置因乙烯裂解装置问题分别停车 3 天和 4 天，上海金菲 HDPE 装置因乙烯短缺停车 24 天，燕山石化新高压计划内停车 1 天，茂名石化 2# 高压装置计划内停车 4 天，中沙天津 HDPE 装置因切换牌号停车 1 天，上海石化 HDPE 装置停车 12 天，独山子新 HDPE 装置因切换牌号停车 1 天。本月涉及检修的年产能共计 261 万吨，损失产量在 2.45 万吨，环比减少 2.25 万吨。

从开工率方面来看，2 月份炼化企业开工属于正常水平，开工率在 93.98%，与 1 月份 101.75% 相比，下降 7.6%。本月 LLDPE 月均价 10244 元/吨，环比跌 0.6%，同比涨 13.53%。LDPE 月均价 11341 元/吨，环比跌 5.9%，同比涨 17.95%。HDPE 除拉丝涨跌不一外，其余品种普遍下跌，幅度在 50-300 元/吨不等。

图 5：国内 PE 总库存数据分析



数据来源：卓创资讯

春节过后，石化库存与港口库存累积，去库存路程困难。截至目前港口仓库依然爆满，尤其针对近几日市场爆出的某仓库事件后，发现难以找到合适的仓库移库，仓库压力状态可想而知。目前供应压力难以缓解。

图 5：国内 PP 产量及开工率对比



数据来源：卓创资讯

2017 年 2 月国内 PP 粒原料开工率较 1 月份基本持平。2 月份广西钦州恢复开车，新增九江石化、济南炼厂等装置停车检修，时间大约 40-50 天。宁波富德中旬短时间停车检修，很快恢复开车。中天合创一条线继续停车，暂无开车计划。

随着聚丙烯产能的持续增加，聚丙烯月产量较前几年明显提升。尤其 2016 年 10 月份之后，聚丙烯开工率基本维持在 95% 以上，月供应量平均在 159 万吨左右。受益于低油价以及 PP 价格的不断上涨，2016 年油制聚丙烯的利润维持在较好水平，平均约 1600 元/吨。受煤价涨幅较大影响，煤制聚丙烯的利润平均约在 700 元/吨。尽管外购甲醇制聚丙烯的利润亏损严重，但因为综合考虑 MTO 的其他下游产品，这些企业的开工率也仍维持在较高水平。因此在

较好利润的驱使下，2016 年聚丙烯生产企业除装置检修外，基本都能维持生产。

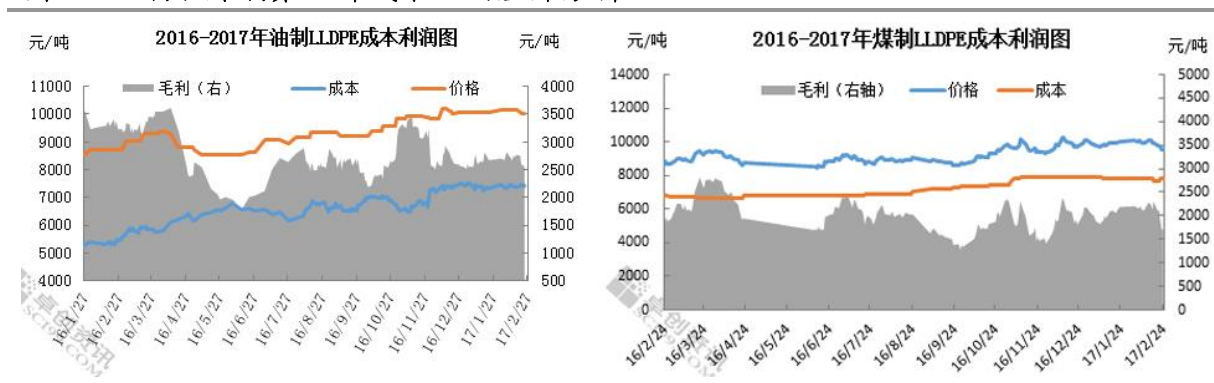
预计 3 月份 PP 开工率会有下降，除济南炼厂、九江石化继续停车外，3 月份开始，国内停车检修 PP 装置有增多趋势，尤其是大修装置增多。海南炼厂、神华榆林、宁波福基、广州石化、上海石化、华北石化、湖南长岭、大连有机、茂名石化等装置在 3 月不同时间段都有停检修计划。3 月份 PP 产量较前期有减少预期。

### (三) 石化企业利润分析

2017 年 1-2 月份油制聚乙烯平均生产成本在 7402 元/吨，较去年同期增长 1954 元/吨，增幅在 35.9%；煤制聚乙烯平均成本在 7829 元/吨，较去年同期增长 1029 元/吨，增幅在 15%。两者成本相比，煤制比油制成本高出 427 元/吨，幅度在 5.8%。

由于市场价格趋势异同，因此两者毛利来看煤制烯烃毛利微弱。2017 年 1-2 月份油制聚乙烯平均毛利在 2682 元/吨，较去年减少了 534 元/吨，跌幅在 16.7%；煤制聚乙烯平均毛利在 2055 元/吨，较去年同期增长 191 元/吨，增幅在 10%。两者毛利相比，油制比煤制成本高出 627 元/吨，增幅高达在 30.5%。

图 6：油制和煤制聚乙烯成本毛利差异分析



数据来源：卓创资讯

目前 PP 生产企业整体利润水平好于去年同期，除受上游原料变化影响外，另一方面还有，尽管 PP 近期经历了大幅下跌，但 PP 价格仍高于去年同期。

油制 PP 在国内仍占比最多，目前油制 PP 的利润仍较好，2016 年平均利润约在 1625 元/吨，截至目前，2017 年利润区间在 1620-2300 元/吨之间。煤制 PP 的利润在 2016 年平均约在 706 元/吨，截至目前，2017 年利润区间在 750-1300 元/吨。PDH 企业主要收益于丙烷价格较低，利润始终维持在较高水平。外购丙烯的企业利润水平不稳定，由于丙烯和 PP 粒料的走势联动性不强，当丙烯和 PP 的差价过小时，利润会出现负值。外购甲醇制 PP 的企业，PP 利润在 2017 年一直表现为负值，利润区间在 -1350 至 -400 之间，主因是因为甲醇价格相对偏高。

图 7：不同原料来源制 PP 利润分析



数据来源：卓创资讯

即便如此，较传统煤化工企业而言，新型煤化工在延长产业链的同时，毛利相对来说有了较大的改善，但相对于两桶油统销的模式，煤化工企业各自为战，一定程度上也加重了煤制聚乙烯板块的竞争性。随着煤炭行业供给侧改革效果的逐步显现，煤炭价格未来仍较坚挺，煤制烯烃前期利润优势消失殆尽。成本增加、毛利缩减、政策趋严使得部分计划投产的项目进展速度放缓。

#### (四) 下游: 农膜开工率逐步提升，塑编开工率回升

元宵节之后塑料、PP 下游工厂普遍已经恢复了正常生产，但需求方面为何迟迟不见好转？

目前 PE 下游行业开工率提升。单丝、薄膜、涨幅最大，其他涨幅略小，其开工提升主因节后伴随原料价格下滑及成品库存消耗，部分开工积极性略有提高，但目前多数开工仍在 60% 以下，低于市场开工预期。其中包装行业开工下降，主因国内高压价格频频下滑，加之终端订单低于预期，部分工厂采取降低开工负荷，暂消化前期成品库存为主。

2 月份塑编企业平均开工率约在 51%，和 1 月份基本持平。2 月上半月受春节假期影响，企业开工率较低。元宵节之后，中、大型企业生产普遍已恢复正常，部分小企业受工人不足、订单少等因素影响，开工较低。2 月份 PP 价格先涨后跌，塑编企业采购积极性一直不高，一方面在消化前期备货，另一方面，原料的上涨以及大跌均增加了企业的观望心态。目前企业原料库存一般维持在 6-15 天的使用量，预计 3 月份刚需会继续好转。

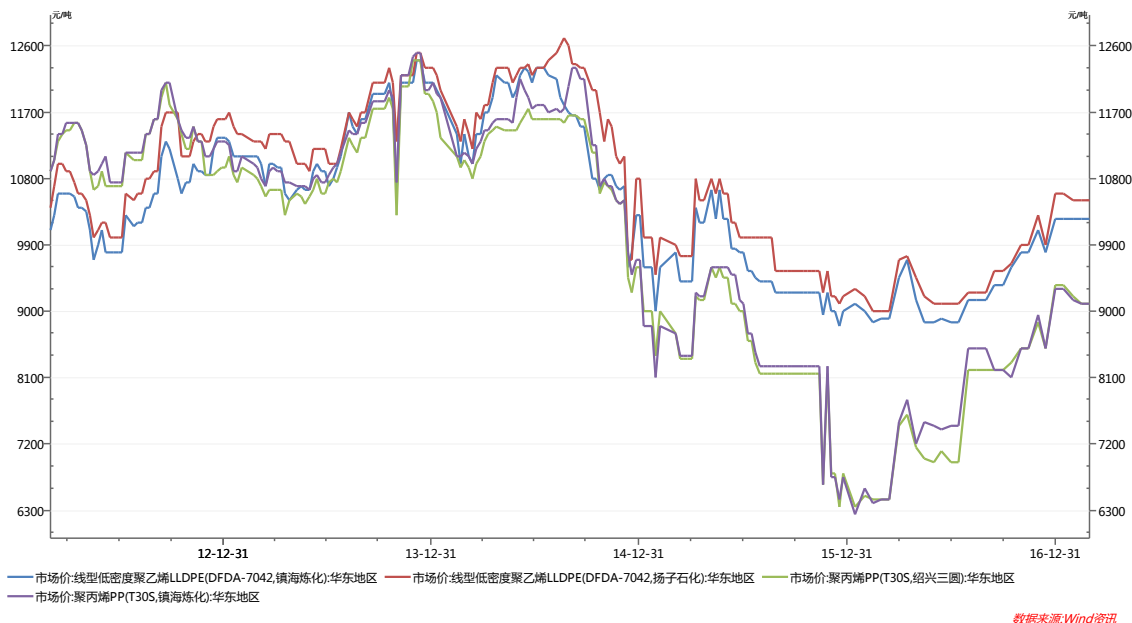
我们认为，市场需求有刚性需求和投机需求两方面，刚性需求不会有明显的大变化，而投机需求则是影响市场转折的重要因素。下游以及中间贸易环节都有投机的需求，下游企业数量众多，但资金受限。中间商作为市场的蓄水池，投机行为对市场的影响更大。中间商、套保盘的获利了结，放大了近期市场的供应压力。短期内，投机需求将是影响市场重要因素，尤其在市场经过一段时间的下落之后，资金方向对心态的转变尤为重要。

#### (五) 现货市场跌跌不休

2017 年聚乙烯市场走势继续超预期，现货市场供需矛盾缓解缓慢，市场价格跌跌不休。1 月初至今，LLDPE 主流市场价格下跌 400 元/吨左右，LDPE 价格主流下跌 2000 元/吨左右，HDPE 拉丝主流下跌 250 元/吨左右。高压市场本轮下跌基本消化去年四季度涨幅，然截至目

前价位，现货市场购买热情依然不高。线性市场同样如此，尽管有传统地膜需求旺季，但无奈需求迟迟难见成效，现货市场 9600 元/吨偏上价格仍难成交。此轮走势尽管影响因素也较为复杂，但最中心关注点无非是供需矛盾，去库存难也成为影响市场进一步走势的关键。

图 7：不同原料来源制 PP 利润分析



数据来源: Wind 资讯

数据来源：Wind 资讯

PP 方面，余姚 T30S 从月初 9250 元/吨下跌至 8650 元/吨，累计下跌 600 元/吨，但生产企业毛利润依然可观，平均毛利在 1800 元/吨左右。由于石化库存居高不下，终端需求持续偏弱使得货源消化进度缓慢，短期 PP 市场行情仍面临下行压力，石化企业仍有较大降价空间。

## 五、后市展望及操作策略

近期市场炒作点增加，而石化企业检修与需求面逢低采购将是指引市场反弹的两个重要作用点，但另一方面，伴随工厂开工负荷提升及前期备货消耗，工厂库存压力略有缓解，但石化及贸易商库存压力仍处于高位，仍是目前行情下滑的主要压力点。短线建议重点关注贸易商出货及各地仓储货源增减情况，各个生产企业检修状况极可能是近期市场炒作点，3 月传统旺季的预期也许谨慎对待，尽管目前市场继续下跌空间不大，但反弹仍显准备不足，中上旬仍需谨慎。当然，目前去库存操作之下，在关注炒作的同时勿忘市场库存增减变化情况。

单边操作上空头陆续离场，等待反弹结束后的进场机会，中短期多单可择机入场，预计 3 月份 L1705 和 PP705 的价格运行区间分别为 8500-9500 和 7500-8500 元/吨。



**免责声明：**

本报告中所引用的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的完整性和准确性不做任何保证，也不保证所载的信息与建议不会发生任何改变。我公司力求保证研究报告的客观性和公正性，但报告中的观点、结论与建议仅供参考，报告中出现的信息或建议并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策均与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式刊载或转发。