

聚丙烯不过看高，聚乙烯时不可失

兴证期货·研发中心

2020年7月6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

上半年走势可谓跌宕起伏，PP及L走出了“V”型趋势，由年初的疫情爆发到原油价格战，再到国内疫情缓和、国外疫情爆发，整体呈现先跌后涨的走势。疫情及宏观事件频发贯穿整个上半年，也直接导致了聚烯烃行情的巨幅波动。

总结与展望

展望下半年，我们对L的走势较PP更为看好，原因有以下几点：

1. 供应端产能扩张：从报告分析来看，PP产能增量预计高于PE产能增量，且PP现货升水期价较多，L现货基本贴水期价，在产能激增下PP价格走跌的可能性更高；
2. L进口不确定性较高，信息面或利好：虽然PP进口依存度较低，对进口货源反应较为冷淡，但L受国际政治事件影响，进口船期混乱已初见端倪，且下半年外商经过前期抛售库存已较低，随着国外复工复产的需求增加，输入我国的进口量或不及预期，为L下半年做多提供更多阶段性机会；
3. L需求韧性更强：较PP而言，L在一次性膜料、农膜等方面有着天然的需求韧性，且PP更依赖于汽车、家电、基建等终端需求的复苏及新兴需求的发展，故L的需求确定性更强，韧性也更足。

策略建议

PP&L：PP逢高沽空，三季度等待L-PP价差回归做多。

风险因素

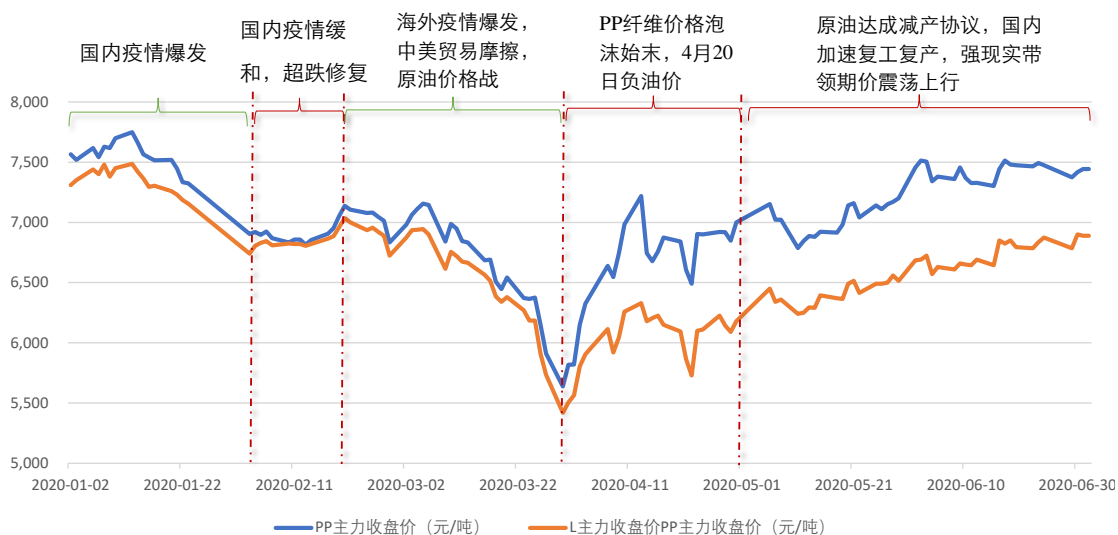
新产能上场延迟；地缘政治风险；进口货源超预期；油价异动。

1. 聚烯烃上半年期货行情回顾

上半年走势可谓跌宕起伏，PP 及 L 走出了“V”型趋势，由年初的疫情爆发到原油价格战，再到国内疫情缓和、国外疫情爆发，整体呈现先跌后涨的走势。疫情及宏观事件频发贯穿整个上半年，也直接导致了聚烯烃行情的巨幅波动。我们将上半年行情分为以下几个阶段：

1. 年初-2月上旬：国内新冠疫情全面爆发，经济发展几近停滞，直接导致传统需求几近消失，但医疗用品需求的上涨已初见端倪，整体来看 PP 下跌趋势不及 L 也为后续 PP 纤维料、熔喷料炒作带来的巨幅反弹深埋铺垫；
2. 2月上旬-3月上旬：国内疫情逐渐缓和，虽然传统需求和物流均回复缓慢，但在有医疗用品需求托底和塑料包装业快速恢复的情况下，PP 及 L 超跌修复；
3. 3月上旬-4月上旬：好景不长，国内疫情缓和之下国外疫情迅猛爆发，出口型企业订单被大量砍单，叠加中美贸易战升级、OPEC+减产谈判反复，市场普遍对未来存悲观预期。原油开启暴跌模式，中美贸易摩擦不断，PP 及 L 恐慌式下跌；
4. 4月上旬-5月上旬：就基本面而言，物流及复工复产恢复良好，下游医疗用品、膜料及包装类需求的恢复也迅速拉低显性库存，为聚烯烃炒作营造了良好的国内基本面。就资金面炒作而言，国内外口罩、防护服等医疗用品订单大幅上涨、纤维料供不应求及熔喷布严重不足成为资金炒作契机，PP 价格大幅上行，达到前期高点，L 也跟随上行，但后续政府重拳出击，从江苏省打击劣质口罩生产链，关停数百家小作坊到发改委严查炒作大户，并严肃整治纤维料超高价销售行为，PP 纤维料炒作也告一段落，同时 4 月 20 日美油负油价事件的出现也重创国内化工商品走势，PP 及 L 冲高回落；
5. 5月上旬-至今：海外疫情仍在迅猛爆发，但 OPEC+减产协议达成，上游原油逐渐回归 40 美元/桶正常水平，国内物流、供应及需求以基本恢复正常，聚烯烃有医疗用品正产需求托底、供应端进入集中检修、库存降至往年中低位，整体供需面呈健康态势，PP 及 L 强现实格局带领期价再次震荡走高。

图 1：聚烯烃主力合约上半年行情



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. PP 基本面分析

2.1 供需平衡图及后市供需预测

回顾上半年，国内总供应量大致在 1227 万吨，同比增长 12%，进口量约在 264 万吨，同比增长 60%，消费量约在 1435 万吨，同比增长 17%，整体处于供需相对平衡的状态，两油库存也从最高 133 万吨降至 66.5 万吨正常位，表明 PP 上半年在国内疫情缓和后产业链恢复较好，供需面处于相对平衡状态。

展望下半年，7 月 PP 检修将迎来峰值，虽然 2020 年并不是 PP 检修大年，但由于前期为生产纤维料厂商超负荷运转、煤油等原料因宏观不可抗力缺乏，7-8 月仍有部分企业需停车待料或进行机械维修，带来了超额检修预期。而 8 月以后检修逐渐重启，叠加进口货源到港，供应端承压。由于 PP 下游极为分散，若后续塑编、BOPP 等传统下游无法维持旺盛需求，则供需矛盾将逐渐加深。

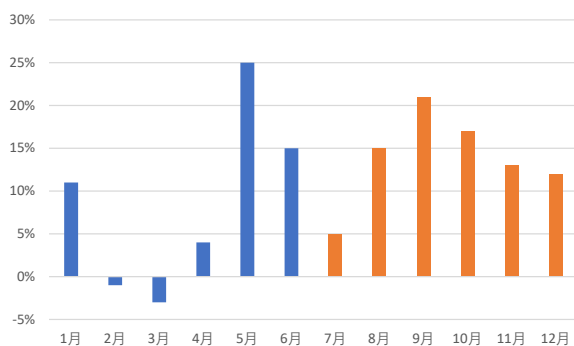
表 1: 聚丙烯供需平衡表

数据名称	月度产量	月度产量同比	月度进口量	月度进口量同比	月度出口量	月度出口量同比	月度消费量	月度消费量同比
单位	kt	%	kt	%	kt	%	kt	%
2020 年 1 月	2099.78	5.21%	365	16.99%	33.8	9.74%	2628.01	26.71%
2020 年 2 月	2157.8	2.76%	524.5	43.70%	29.21	-13.58%	2660.88	1.25%
2020 年 3 月	1794.9	-16.82%	262.3	-49.99%	29.21	0.00%	1826.87	-31.34%
2020 年 4 月	2048.2	14.11%	402.7	53.53%	74.7	155.73%	2534.57	38.74%
2020 年 5 月	2059.3	0.54%	448.12	11.28%	45.48	-39.12%	2633.83	3.92%
2020 年 6 月	2117.5	2.83%	633.86	41.45%	27.43	-39.69%	2817.50	6.97%

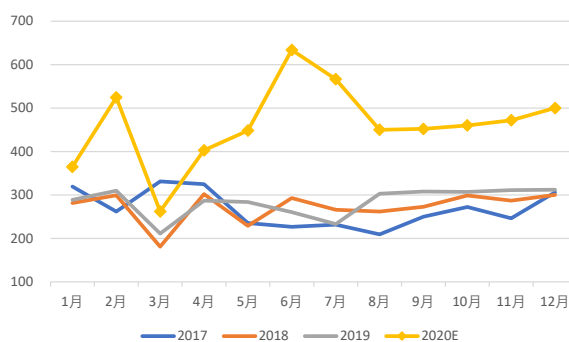
数据来源：Wind，卓创资讯，隆众资讯，兴证期货研发部

图 2: 2020 年聚丙烯月度供应趋势 (%)

图 3: 聚丙烯月度进口量 (kt)



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部



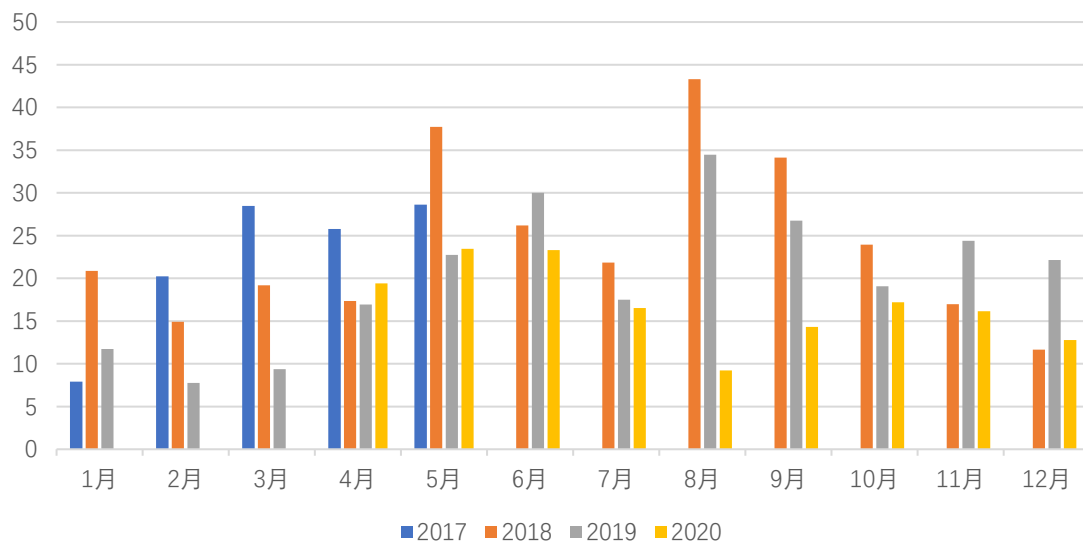
资料来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 检修重启，新产能逐步上场，供应端承压

PP 上半年新增产能在 160 万吨，分别为 1 月新增的浙江石化一期、恒力石化二期及 5 月正式上场的利和知信一期。从检修损失量来看，一季度因相应政府号召，PP 企业超负荷运行，检修损失量可忽略不计，而二季度检修量较往年有所小减，约在 66.17 万吨，同比减 5%，但就上半年整体产量而言，检修损失量影响较小。

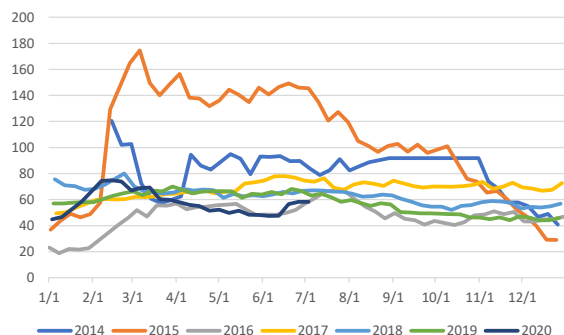
PP 开工率当前在 85.12%，从年初的 94.86% 震荡下跌，当前正处检修旺季，开工率同比往年降约 2%，主要原因是前期超负荷运行带来的装置故障及疫情下上游原料缺乏导致的停工待料导致开工率同比下滑。当前拉丝排产比在 26%，纤维料排产比在 15.2%，较之前专题报告《口罩、防护服需求激增下的聚丙烯逻辑梳理》中拉丝排产比降至 17% 已有极大改善，且当前纤维料已有足够库存和生产企业，后续应不会出现 3 月的大炒局面，期价当回归基本面逻辑。

图 4：聚丙烯历年检修损失量趋势图（万吨）



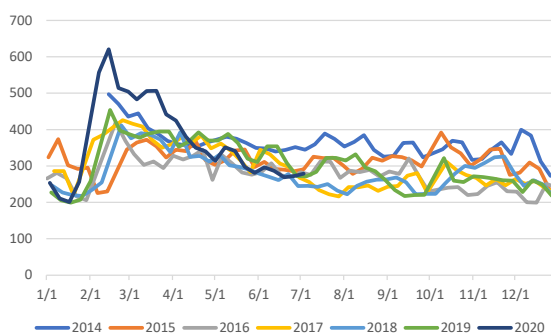
数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部

图 5：聚丙烯社会库存季节图（单位：kt）



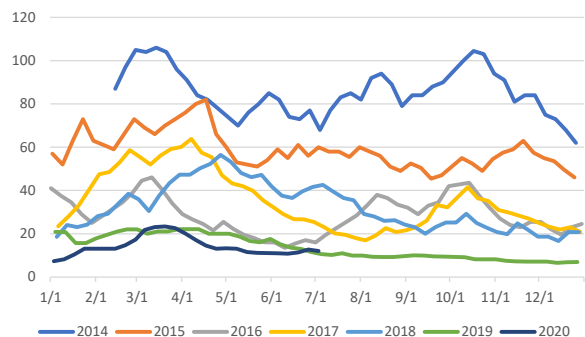
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 6：聚丙烯石化库存季节图（单位：kt）



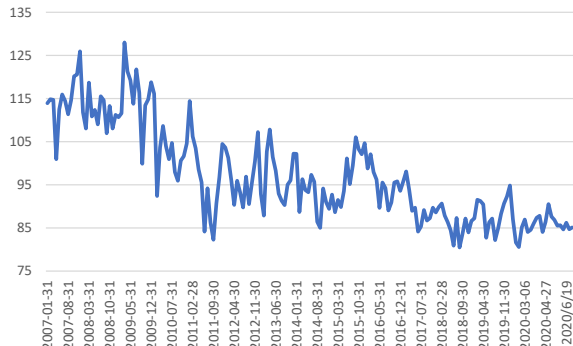
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 7：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 8：PP 开工率（%）



资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

回顾上半年，国内新增产能仅兑现 169 万吨，宁波富基、青华大美、天津渤化及埃克森美孚均因装置及疫情原因未及时兑现，年内兑现把握较大的为中科炼化、宝来石化、华庭煤业、大庆联谊及中化泉州，中韩石化、古雷石化及汇丰石化等四季度预计上场的装置或延期至 2021 年上场。但就当前情况而言，8 月后检修逐渐结束，新增产能约 220 万吨逐渐上场，对供应端将有所压制。

而国外装置则受疫情影响较为严重，经过 7 月的集中到港后，后续进口增速或将放缓至年末，由于 10 月大规模新增装置只有阿曼 Orpic 及伊朗 Okran，预计进口货源体量不会太大。

综上所述，三季度、四季度 PP 面临国内国外供应的双重上升，供应端压力小幅上行。但三季度起逐渐进入旺季，低库存支撑仍有效。

表 2：聚丙烯 2020 年国内新增产能表格

厂商	地区	装置	产能（万吨）	投产时间
浙江石化一期	舟山	一体化项目	90	2020 年 1 月
恒力石化二期	大连	一体化项目	40	2020 年 1 月
利和知信一期	沧州	一体化项目	30	2020 年 5 月
宁波富基	宁波	PDH 工艺	60	2020 年 3 月
青海大美	西宁	煤制	40	2020 年 5 月

天津渤化	天津	PDH	60	2020年4月底
埃克森美孚（惠州）化工有限公司	惠州	原油直接裂解制乙烯和下游聚合物装置以及配套设施	95	2020年7月前开工，投产时间未定
湛江中科炼化	湛江	中石油&科威特旗下，一体化（油制）	55	2020年8月
宝来石化	辽宁 朝阳	渣油深加工	60	2020年9月
甘肃华亭煤业	庆阳	煤制	20	2020年9月
大庆联谊	大连	油制	50	2020年9月
中化泉州	泉州	一体化项目（油制）	35	2020年10月
烟台万华	烟台	一体化项目	30	2020年11月
中韩石化二期	武汉	油制	30	2020年四季度
古雷石化	漳州	一体化（唯一的台湾石化产业园区）	35	2020年四季度
山东金能	山东	PDH	45	2020年四季度
浙石化二期	舟山	一体化项目	90	2020年底
神华宁夏煤业集团三期二线	银川	煤化工	30	2020年
汇丰石化	淄博	Oleflex 工艺、SPG 聚丙烯工艺	15	时间未定

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

表 3：聚丙烯 2020 年国外新增产能表格

国家/地区	企业名称	产能	新产能产量释放	投产时间
日本	JPP	15	10	2020年2月
印度	印度石油	35	25	2020年2月
越南	晓星	30	20	2020年3月
美国	台塑	25	15	2020年4月
阿曼	ORPIC	30	6	2020年10月
菲律宾	JG summit pc	12	2	2020年10月
伊朗	Okran	45	9	2020年10月
美国	巴西石化	45	12	2020年9月
合计		237	99	

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

2.3 医疗用品需求托底，传统需求不甚乐观

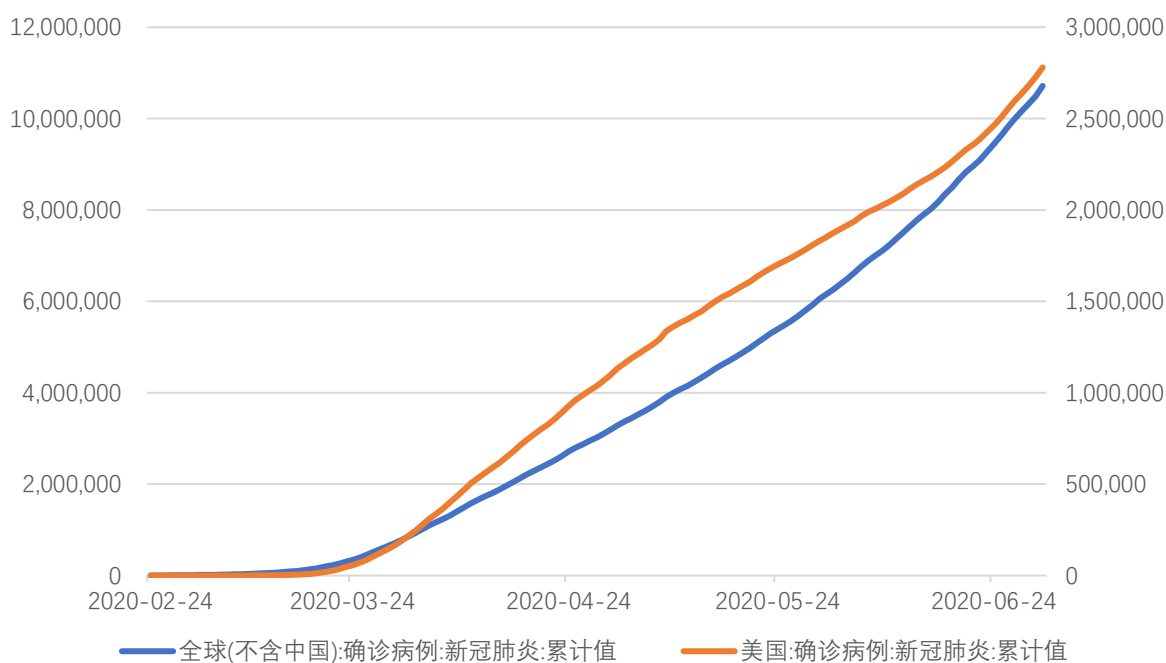
PP 下游当前高价抵触，通过国际疫情趋势来看，仅医疗用品需求可成为贯穿全年的托底需求，塑编、BOPP 膜料、管材等传统需求均有 2%左右的萎缩，且利润也大幅压缩，而北京及周边疫情复发、汽车家电业恢复不及预期也为金九银十的需求带来不确定性。

因疫情影响，一季度 PP 下游除医疗用品外开工率低于往年，物流受限、订单跟进不足及疫情高发期复工不及时导致下游胀库乃至停车、出售原料。直到 3 月下旬，下游开工率才逐步恢复往年水平，医疗用品需求占比大幅抬升，传统需求则面临新进订单跟进不足、利润下降情况，塑编、BOPP、CPP 等传统需求占比均同比缩减 2%-3%左右。

当前 PP 原料仍处估值高位，拉丝料升水期货 150 元/吨，纤维料维持 8000 元/吨左右水平，其余非标品牌升水期货 300-500 元/吨不等，均导致下游二季度出现高价抵触情绪，仅以刚需采购为主。虽然当前梅雨季节对塑编、膜料行业利好，但 8 月以后该季节性需求将逐渐消失，传统需求不甚乐观。

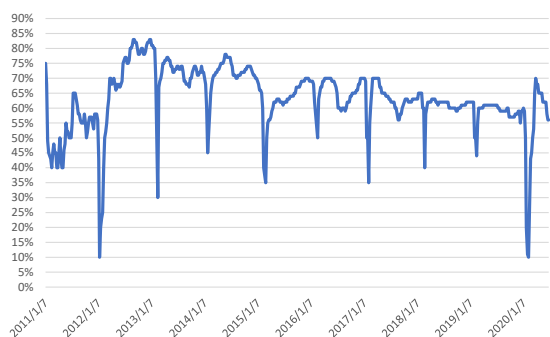
管材方面，虽然政府鼓励基建及水利工程复苏，但整体需求并不及预期。

图 9：全球（不含中国）及美国新冠肺炎确诊病例累计值走势图（单位：例）



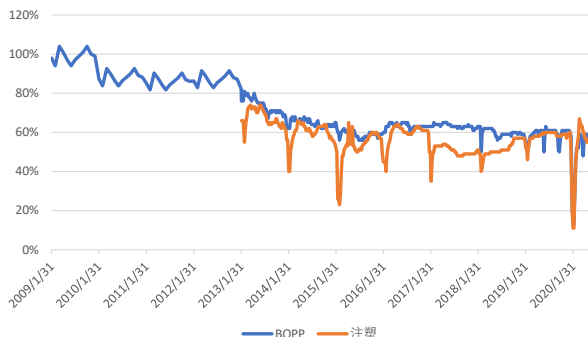
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10: 塑料塑编行业周度开工率 (%)



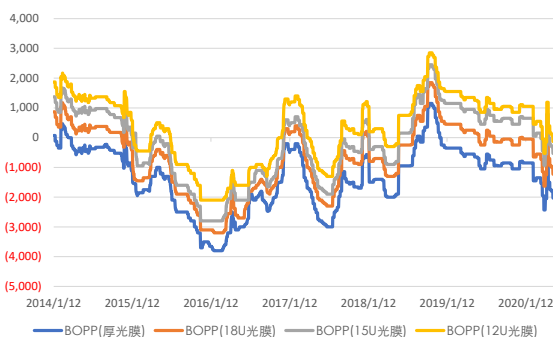
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 11: PP 主要下游开工率 (%)



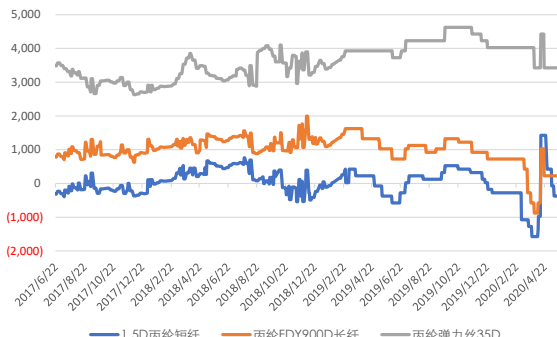
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 12: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 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 供需平衡表及后市供需预测

回顾上半年, PE 上半年新增产能在 115 万吨, 分别为 2 月新增的浙江石化一期、恒力石化二期。上半年整体产量约为 814 万吨, 同比增长 12%, 进口量约为 687 万吨, 同比减 18%, 需求量在 148 万吨, 同比增 6.43%, 供需基本平衡。

展望下半年, LLDPE 及 HDPE 产量将加速增长, 其一, 8 月后检修逐渐结束, 其二, 国内新一轮扩产能计划将于 8 月逐步开始。同时, 进口量也将逐步回升, 7-8 月将延续 6 月偏多态势, 9 月海外检修装置增多, 进口有望减少, 而 11-12 月全球供应将逐步恢复, 进口压力将逐步增强。若下半年社会消费品零售业有所下滑, 势必会影响 PE 需求增速, 但反之, 若 PE 农膜等逐步恢复旺季后展现良好的需求韧性, 则供需面将继续维持较为良好的弱平衡状态。

表 4：聚乙烯供需平衡表

数据名称	月度产量	月度产量同比	月度进口量	月度进口量同比	月度总出口量	月度总出口量同比	月度总消费量	月度总消费量同比
单位	kt	%	kt	%	kt	%	kt	%
2020年1月	1661.80	5.90%	1526.20	4.80%	26.20	-2.96%	3146.78	5.37%
2020年2月	1655.40	-0.39%	1182.55	-22.52%	17.58	-32.90%	2771.39	-11.93%
2020年3月	1529.20	-7.62%	1182.55	0.00%	17.58	0.00%	2771.39	0.00%
2020年4月	1694.50	10.81%	1492.40	26.20%	32.20	83.16%	3186.57	14.98%
2020年5月	1607.40	-5.14%	1363.80	-8.62%	22.40	-30.43%	2971.20	-6.76%

数据来源：Wind，卓创资讯，隆众资讯，兴证期货研发部

3.2 供应多重回升，进口货源压制上行趋势

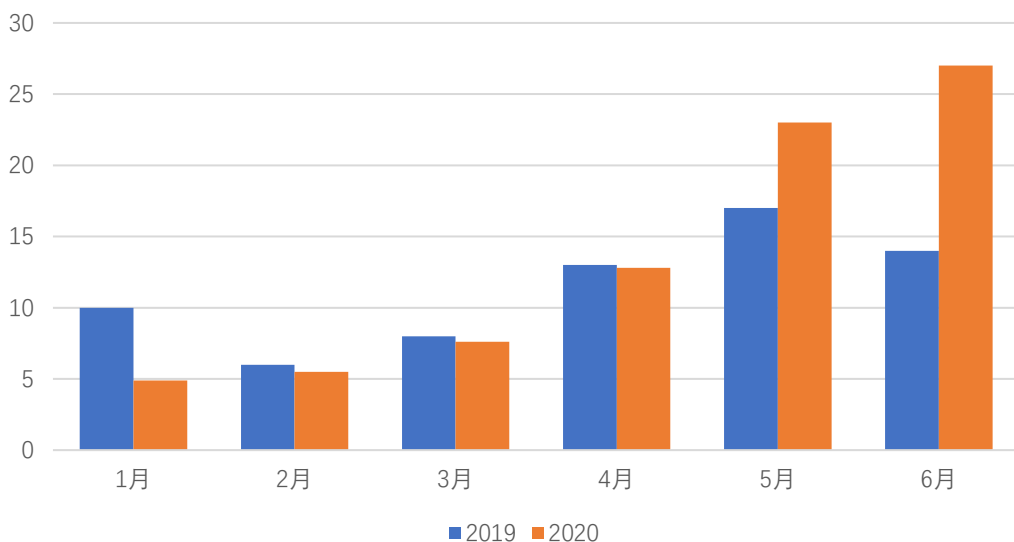
PE 开工率当前在 85.1%，从年初的 93.79% 震荡下跌，当前正处检修旺季，开工率同比往年降约 5%。当前 LLDPE 排产比在 30.93%，LDPE 排产比在 11.88%，HDPE 排产比在 41.75%，其中当前畅销的 HDPE 中空、管材排产比分别为 15% 及 12.5%。同比往年而言，LLDPE 排产比降 9%，LDPE、HDPE 排产比基本持平，但由于二季度 LLDPE、LDPE 检修较多，当前 LDPE 货源紧俏，也为当前 PE 期价底部夯实打下基础。

展望下半年供应情况，国内 LLDPE 预计新增产能 110 万吨，HDPE 预计新增产能 170 万吨，LDPE 预计新增产能 30 万吨，LLDPE 及 HDPE 或有供应压力，但 LDPE 增量较少，叠加当前 LDPE 已处于供不应求的状态，在下半年 LDPE 或成为现货商挺价主力，利好供应端。

就进口量而言，7-8 月 PE 将延续前期偏多态势，而 9-10 月外商有检修计划，叠加前期抛售后库存偏低，进口量预计有所下降，11-12 月随着马来西亚、美国及伊朗等地新装置开启后，进口压力会再度攀升。但需要重点注意得是，当前国际政治事件频发，中印冲突、美伊制裁及中美贸易战都会影响 PE 船期，且原油减产或导致上游乙烯、乙烷等原料供不应求，PE 进口波动因素极多，需密切关注。

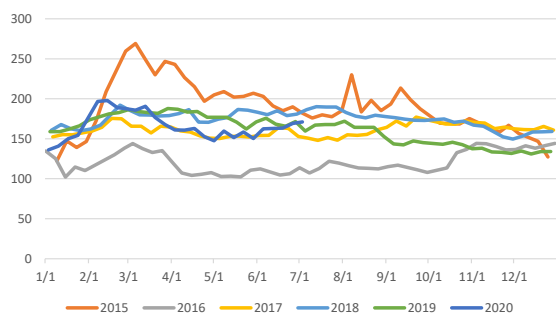
综上所述，下半年 PE 国内供应增加，但 LDPE 增量较少，或成紧俏产品，且进口受外盘波动影响因素甚多，供应增量或不及预期，利好下半年期价。

图 14: 聚乙烯历年检修损失量趋势图 (万吨)



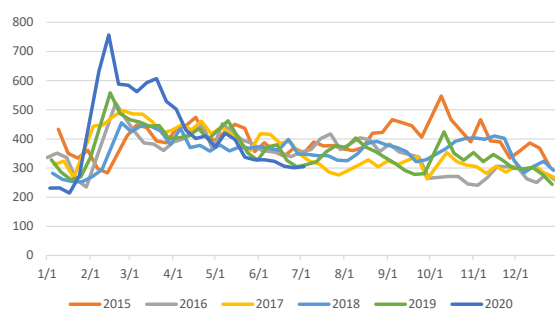
数据来源: 隆众资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



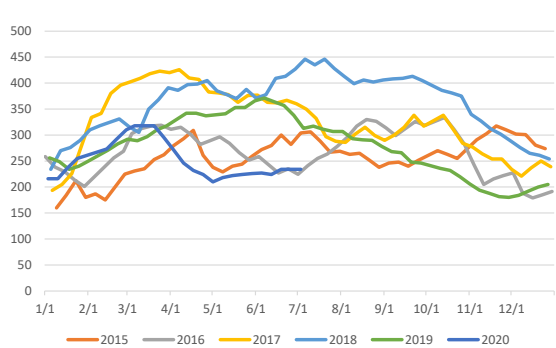
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



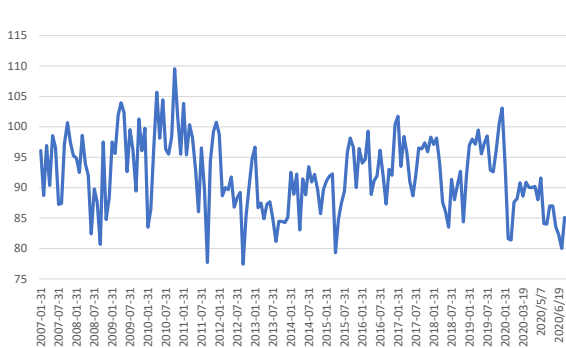
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 17: 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 18: PE 开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 5：聚乙烯 2020 年国内新增产能表格

厂商	地区	类型	产能	投产时间
浙石化一期	舟山	全密度	45	2020 年 2 月
	舟山	HDPE	30	2020 年 2 月
恒力二期	大连	HDPE	40	2020 年 2 月
中科炼化	湛江	HDPE	35	2020 年 8 月
辽宁宝来	盘锦	LLDPE	45	2020 年 9 月
	盘锦	HDPE	35	2020 年 9 月
中化泉州	泉州	HDPE	35	2020 年 10 月
大庆联谊石化	大连	HDPE	20	2020 年 10 月
	大连	LLDPE	20	2020 年 10 月
延长中煤榆能化	榆林	LDPE	30	2020 年 10 月
万华化学	烟台	LLDPE	45	2020 年 11 月
	烟台	HDPE	35	2020 年 11 月

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

表 6：聚乙烯 2020 年国外新增产能表格

国家/地区	企业名称	LL 产能	LD 产能	HD 产能	投产情况
韩国	Hanwaha-Total			40	2020 年 2 月
捷克	Unipetrol RPA			27	2020 年 4 月
伊朗	Miandoab PC			14	2020 年 6 月
美国	EQUISTAR		55		2020 年 7-8 月
美国	FPC		40		2020 年 8 月
阿曼	OPRIC	44		44	2020 年 7 月试运行
马来西亚	PRPC	35			2020 年 10 月
马来西亚	PRPC			40	2020 年 12 月
美国	Sasol		42		2020 年 12 月
俄罗斯	NOVY Urengoy GCC		40		2020 年 12 月
伊朗	Dehdasht Peuo			30	2020 年 12 月
伊朗	Manusani Peso			30	2020 年 12 月
合计		79	177	225	

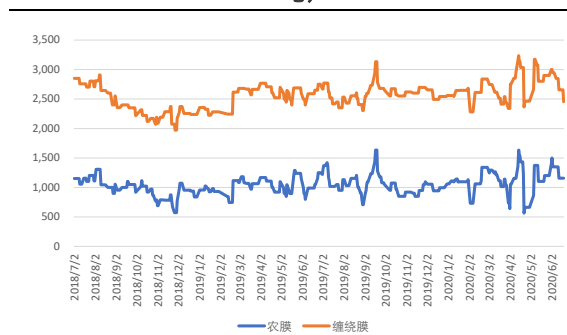
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

3.3 8 月后逐步恢复旺季，后续需求不过看低

回顾上半年，一季度需求几近停滞，二季度农膜需求托底为 PE 形成需求支撑，三季度进入渔业备货期、地摊经济促进薄壁注塑需求增长近 6%、梅雨季节也为传统膜料/雨具需求带来利好，HDPE 拉丝、中空及管材成为热销产品。从宏观面来看，一季度 GDP 下滑 6.8%，上半年

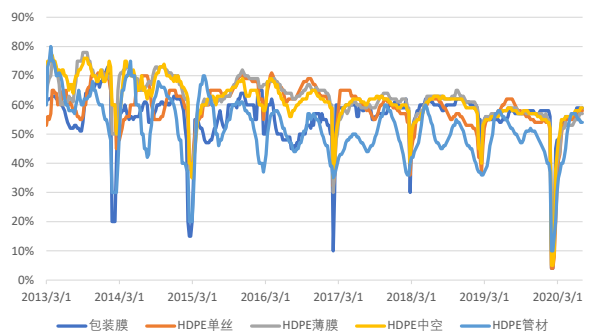
社会消费品零售总额下降 13%，在如此恶劣的宏观环境下，作为必选消费品的 PE 都表现出极强的需求韧性，我们可以推断，在 8 月后逐步恢复需求旺季后，PE 需求将展现出更为良好的需求表现，对 PE 需求我们持谨慎乐观态度。

图 19: PE 下游主要产品资金流 (单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 20: 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. 总结与展望

展望下半年，我们对 L 的走势较 PP 更为看好，原因有以下几点：

1. 供应端产能扩张：从报告分析来看，PP 产能增量预计高于 PE 产能增量，且 PP 现货升水期价较多，L 现货基本贴水期价，在产能激增下 PP 价格走跌的可能性更高；
2. L 进口不确定性较高，信息面或利好：虽然 PP 进口依存度较低，对进口货源反应较为冷淡，但 L 受国际政治事件影响，进口船期混乱已初见端倪，且下半年外商经过前期抛售库存已较低，随着国外复工复产的需求增加，输入我国的进口量或不及预期，为 L 下半年做多提供更多阶段性机会；
3. L 需求韧性更强：较 PP 而言，L 在一次性膜料、农膜等方面有着天然的需求韧性，且 PP 更依赖于汽车、家电、基建等终端需求的复苏及新兴需求的发展，故 L 的需求确定性更强，韧性也更足。

综上所述，我们认为下半年 L 较 PP 有更多的做多机会，PP 可选择以逢高沽空为主，三季度以后关注 L-PP 做多机会，等待价差回归。

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。