

多 V2101 空 LL2101 策略探讨

简要综述：V/PE 于 10-11 月平衡表库存比值持续回落，有利于多 V2101 空 LL2101 跨品种对冲策略。

(1) PVC 十至十一月平衡表展望：新增产能万华、青岛海晶大概率 10 月底 11 月才兑现给予供应压力，而 10-11 月产业仍是需求峰值；另外，外盘支撑下，出口窗口大幅打开，9-10 月出口预估回升至历史高位，综合 10-11 月持续小幅去库预期。

(2) PE 十至十一月平衡表展望：外盘表现尚可，进口利润前期快速收缩后，9-10 月开始进口量回落至 155-160 附近正常位置，较 6 月净进口最高位 181 万吨明显回落；然而宝莱 80、中科 45、中化 40 等新增产能预期 10 月时间节点逐步兑现正牌出品，另外 11 月亦有延长中煤二期 30、万华 80 等新增产能预期；虽 PE 的产业需求峰值持续到 12 月，但在供应快速增长的背景下，10-11 月持续快速累库预期。

(3) 平衡表库存比值走势预估及对冲策略基差情况：预估 10-11 月 PVC 平衡表估算库存/PE 平衡表估算库存比值持续往下，对应继续多 V01 空 LL01。而对冲组合基差率正，并无基差亏损。

策略建议：多 V01 空 LL01。

风险：PE 新增产能正牌料兑现慢于预期；房地产政策继续收紧影响下年 PVC 需求预期。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号：F3049514

投资咨询号：Z0015626

联系人

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

1.PVC10-11 月驱动分析

1.1 PVC10-11 月持续去库预期

图 1：未来平衡表展望（自估）（9 月 25 日预估）

| | | | | | | | | | | | | | | | | 单位：万吨 | | | | |
|-------------|--------------|------|-----|-----|-----------|----|----|-----|-----|------------|------|--------|----------|----------|----------|-------|----------|-------------|---------|-----------|
| | 新增装置 | 新增产能 | 检修量 | 产量 | PVC产量累计同比 | 进口 | 出口 | 净进口 | 总供应 | PVC总供应累计同比 | 库存变动 | V平衡表库存 | V风社会库存指数 | 卓创社会库存指数 | 卓创社会库存指数 | 产业需求 | 产业需求当月同比 | PVC产业需求累计同比 | PVC总消费量 | PVC需求累计同比 |
| 2020年1月 | | | 22 | 179 | 2.2% | 6 | 5 | 2 | 180 | 3.7% | 9 | 36 | 51 | 26 | 41 | 171 | 1.0% | 1.0% | 172 | -0.2% |
| 2020年2月 | | | 28 | 147 | -2.9% | 6 | 4 | 2 | 148 | -1.5% | 35 | 71 | 64 | 43 | 58 | 111 | -12.0% | -4.5% | 114 | -5.1% |
| 2020年3月 | 鄂绒20 | 20 | 26 | 173 | -0.3% | 8 | 11 | -4 | 169 | -0.1% | 16 | 86 | 73 | 49 | 64 | 150 | -1.0% | -3.3% | 153 | -3.7% |
| 2020年4月 | | | 41 | 159 | -0.3% | 4 | 5 | -1 | 158 | -0.3% | -16 | 71 | 70 | 43 | 58 | 173 | 2.0% | -1.9% | 174 | -2.4% |
| 2020年5月 | | | 28 | 160 | 0.6% | 11 | 4 | 7 | 167 | 1.0% | -23 | 48 | 56 | 33 | 48 | 179 | 8.0% | 0.2% | 190 | 0.8% |
| 2020年6月 | | | 26 | 165 | 1.8% | 19 | 7 | 12 | 178 | 3.1% | -2 | 46 | 51 | 29 | 44 | 173 | 6.0% | 1.2% | 179 | 2.1% |
| 2020年7月 | | | 25 | 178 | 3.0% | 17 | 4 | 13 | 191 | 5.2% | 8 | 54 | 45 | 26 | 41 | 172 | 11.0% | 2.6% | 183 | 4.2% |
| 2020年8月 | | | 29 | 182 | 4.1% | 15 | 5 | 9 | 192 | 6.7% | 9 | 63 | 45 | 26 | 41 | 182 | 10.0% | 3.6% | 183 | 5.0% |
| 2020年9月(E) | | | 29 | 182 | 5.2% | 7 | 11 | -4 | 179 | 7.4% | 1 | 64 | 48 | 25 | 40 | 177 | 10.0% | 4.3% | 178 | 5.5% |
| 2020年10月(E) | | | 24 | 188 | 6.2% | 6 | 9 | -3 | 186 | 8.1% | -1 | 64 | | | | 185 | 9.0% | 4.8% | 186 | 5.9% |
| 2020年11月(E) | 万华50; 青岛海晶40 | 90 | 15 | 192 | 7.7% | 7 | 5 | 2 | 194 | 9.3% | -4 | 59 | | | | 197 | 9.0% | 5.2% | 198 | 6.2% |

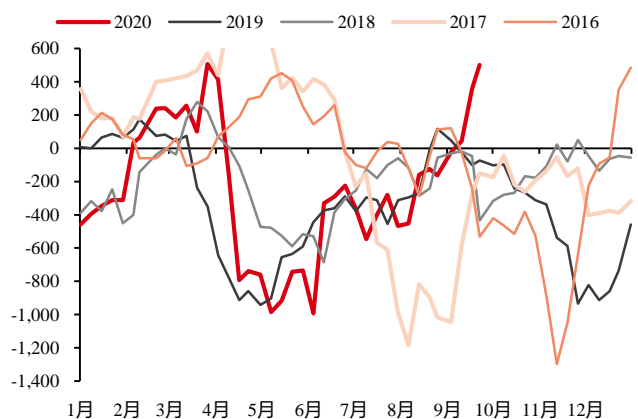
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

10 月预期走平至微幅去库，11 月延续去库

- (1) 新增产能万华化学 50 及青岛海晶 40 万吨新增产能，预计 10 月中下至 11 月附近投产，缓慢贡献新增产能压力；而 10 月检修计划尚可，较 9 月小幅缩减，11 月目前检修计划偏少。
- (2) 9-10 月未明显累库的重要因素是出口大幅上调，目前出口窗口打开的背景下总口径大幅上调至 10 万吨/月附近。然而考虑到外盘承接量级有限，11 月并未持续给予高增量预估，后续继续跟踪出口窗口打开情况。
- (3) 产业需求同比增速仍然高放在 9%-10% 附近，下游旺季负荷开工尚可；但监管要求银行新增贷款中的房贷款占比降至 30% 以下，继续“房住不炒”政策下或影响下年需求增速预判。目前当年的需求增速未有问题。

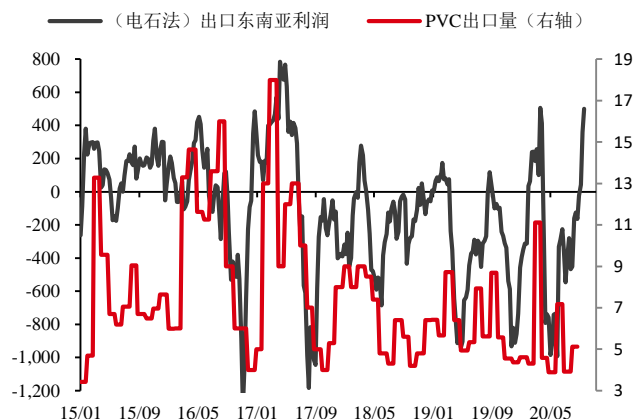
1.2 PVC 出口窗口支撑

图 2：电石法出口利润 单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

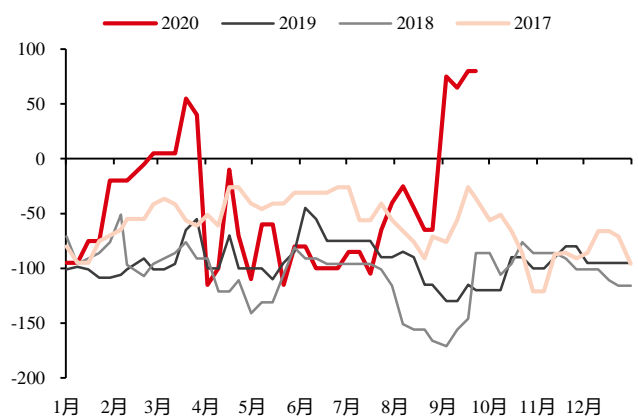
图 3：PVC 电石法出口利润及出口量 单位：元/吨；万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

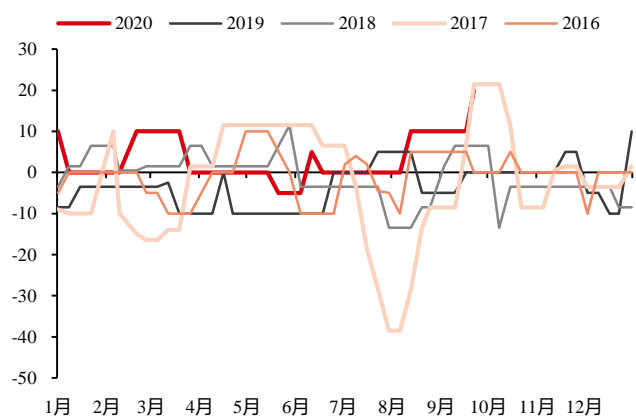
(1) 出口窗口 9 月中旬以来一直打开，一度高达 400 元/吨以上。右图是出口利润与出口量的关系，基本上当期出口窗口的大幅开启对应当月或下月的出口量大幅提升，因此全口径 PVC 出口量级 9-10 月基本放在 10 万吨/月的较高水平。

图 4：PVC FAS 美湾-CFR 中国 单位：美元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 5：PVC CFR 印度-CFR 中国 单位：美元/吨

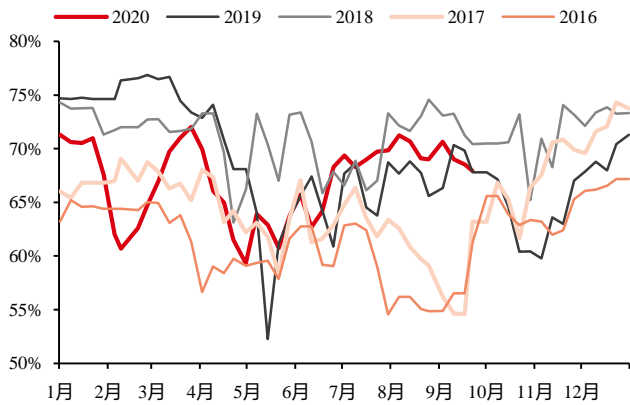


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

(2) 外盘溢价普遍处于高位。印度需求仍高，积极从亚洲市场进口；美国台塑 74 万吨装置 9 月中旬停车维护，叠加欧美需求的逐步恢复，推动美湾溢价快速升高，亦是近期外盘偏紧的重要原因，随着 10 月中旬附近的检修完毕，外盘溢价偏强阶段或告一段落，因此 11 月出口量级未持续给予较高量级。

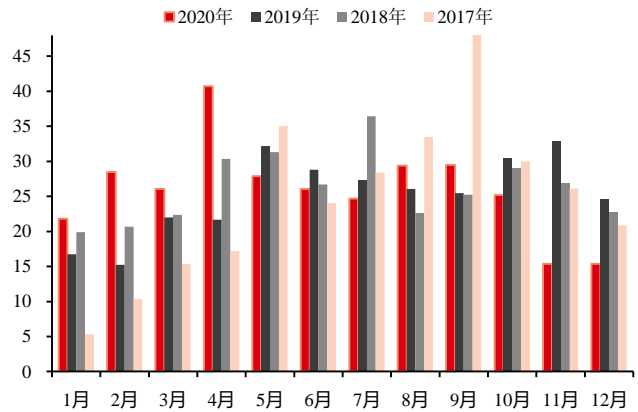
1.3 10 月检修计划仍可，关注万华及海晶投产进度

图 6：电石法 PVC 开工率 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 7：PVC 折算实际检修产能 单位：万吨/年



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

10 月计划检修仍不少，新疆中泰 90 万吨、新疆天业 70 万吨于 10 月上旬均有检修计划；信发 50 万吨 10 月中旬有检修计划。华苏 30 万吨及英力特 22 万吨 10 月份有检修计划。今年秋检量级尚存，11 月及往后供应压力才明显快速回升。结合新增产能万华化学 50 及青岛海晶 40 万吨新增产能于 10 月底附近投产，因此 10 月下旬前供应压力不大，而 10 月下旬是个转折点，供应再度回升。

2. PE9-11 月驱动分析

2.1 PE9 月去化尚可，然而 10-11 月预期快速累库

图 8：PE 未来平衡表展望（自估）（9 月 25 日预估）

单位：万吨

| | PE新料 产量 | 新料产 量累计 同比 (%) | 新料净 进口 | 新料净 进口累 计同比 (%) | 新料总 供应 | 新料总 供应累 计同比 (%) | 国产回 料 | 国产回 料累计 同比 (%) | 回料净 进口量 | 回料进 口累计 同比 (%) | 回料总 供应 | 总供应 累计同 比 (%) | (回料+ 新料) 总供应 | (回料+ 新料) 总 供应累 计同比 (%) | | PE平衡 表库存 (含回 料) | 自估库 存变动 | 总消费 量 | 总消费 变动 (%) |
|-----------------|------------|-------------------------|-----------|--------------------------|-----------|--------------------------|----------|-------------------------|------------|-------------------------|-----------|------------------------|--------------------|------------------------------------|--|--------------------------|------------|----------|------------------|
| 2020年1月 | 168 | 9.8% | 122 | -11.0% | 290 | -0.1% | 8 | -66.0% | 0 | #DIV/0! | 8 | -66.0% | 298 | -5.0% | | 65 | -4 | 303 | 5.4% |
| 2020年2月 | 159 | 10.1% | 114 | -5.4% | 273 | 3.0% | 0 | -73.5% | 0 | #DIV/0! | 0 | -73.5% | 273 | -1.1% | | 130 | 65 | 209 | 4.4% |
| 2020年3月 | 172 | 9.7% | 146 | -2.6% | 318 | 4.0% | 16 | -56.5% | 0 | #DIV/0! | 16 | -56.5% | 333 | 0.3% | | 118 | -12 | 346 | 5.7% |
| 2020年4月 | 162 | 9.2% | 134 | -3.9% | 297 | 3.0% | 16 | -47.2% | 0 | #DIV/0! | 16 | -47.2% | 313 | -0.1% | | 82 | -36 | 349 | 6.6% |
| 2020年5月 | 159 | 8.3% | 162 | 0.3% | 322 | 4.5% | 14 | -41.9% | 0 | #DIV/0! | 14 | -41.9% | 336 | 1.7% | | 69 | -13 | 349 | 7.8% |
| 2020年6月 | 149 | 6.9% | 181 | 7.5% | 330 | 7.2% | 13 | -38.7% | 0 | #DIV/0! | 13 | -38.7% | 342 | 4.4% | | 93 | 24 | 318 | 8.9% |
| 2020年7月 | 156 | 5.7% | 164 | 9.3% | 320 | 7.4% | 13 | -36.9% | 0 | #DIV/0! | 13 | -36.9% | 332 | 4.8% | | 91 | -2 | 335 | 9.8% |
| 2020年8月 | 174 | 7.3% | 153 | 8.7% | 327 | 8.0% | 12 | -34.8% | 0 | #DIV/0! | 12 | -34.8% | 339 | 5.5% | | 81 | -10 | 349 | 10.1% |
| 2020年9月 (E) | 174 | 8.6% | 155 | 9.7% | 329 | 9.1% | 14 | -31.4% | 0 | #DIV/0! | 14 | -31.4% | 342 | 6.8% | | 78 | -3 | 345 | 10.2% |
| 2020年10月 (E) | 189 | 9.8% | 158 | 10.7% | 347 | 10.2% | 16 | -28.7% | 0 | #DIV/0! | 16 | -28.7% | 362 | 8.1% | | 89 | 11 | 352 | 10.2% |
| 2020年11月 (E) | 198 | 11.2% | 165 | 11.2% | 363 | 11.2% | 17 | -27.0% | 0 | #DIV/0! | 17 | -27.0% | 380 | 9.1% | | 96 | 8 | 373 | 10.1% |

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

9月仍库存问题不大，然而10-11月快速累库预期

(1) 新料产量10-11月明显上抬，一方面是检修量级的减少，另一方面是新增产能的逐步兑现，含以下新增产能：宝莱80、中科45、中化40等新增产能预期10月时间节点逐步兑现正牌出品，另外11月亦有延长中煤二期30、万华80等新增产能预期。因此10-11月快速累库的主要原因在于新增产能的集中兑现，以上5套全兑现接近13%的名义产能增速。275万吨新增产能中，LDPE/EVA40万吨、全密度90万吨、HDPE145万吨，因此主要压力在HDPE，需要通过HDPE转产LLDPE方式才能提高标品供应压力。

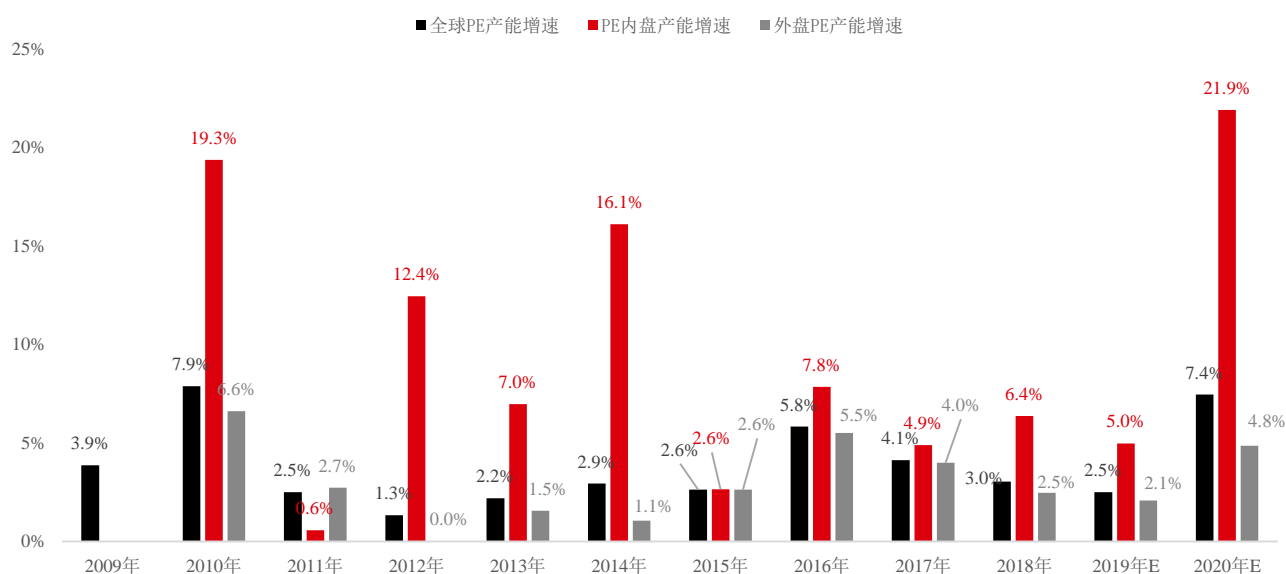
(2) 随着6-7月到港高峰的过去，以及进口窗口的大幅收窄。8月往后进口量逐步下放回正常的155-160万吨附近

(3) 需求增速仍放在10%较高增速，标品这边，农膜、包装膜负荷均正常季节性上提，包装膜负荷甚至同比高位；非标方面HD管材负荷亦同比高位。

2.2 10月新增产能集中兑现，国产供应压力逐步增大

图9：PE全球及国内国外产能增速

单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

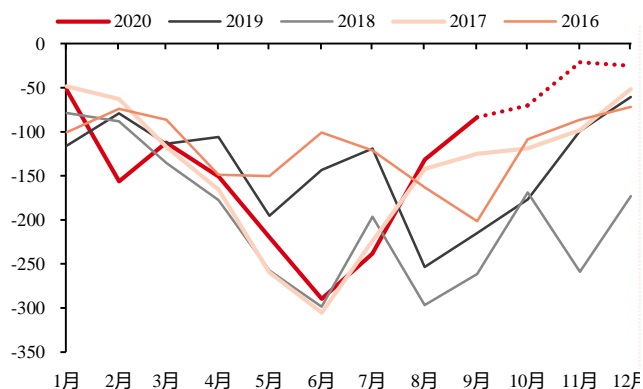
(1) 从全球角度看，2020年PE名义产能增速高达7.4%，基本上亦是2010年以来次高的投放大年。

(2) 从外盘产能增速来看，外盘产能增速4.8%，全年名义投产529万吨（马油放下年，西布尔算年初），已兑现254万吨，Q4仍有美国台塑LD40万吨、美国SASOL LD42万吨、阿曼石油88、俄罗斯Novy40万吨及其余小装置投产计划。

(3) 从国内产能增速来看，内盘名义产能增速高达 21.9%，处于历年最高，2020 年国内新增产能计划 430 万吨，已兑现 195 万吨，因此仍有大量四季度集中投产，分别是宝莱 80、中科 45、中化 40 等新增产能预期 10 月时间节点逐步兑现正牌出品，另外 11 月亦有延长中煤二期 30、万华 80 等新增产能预期。

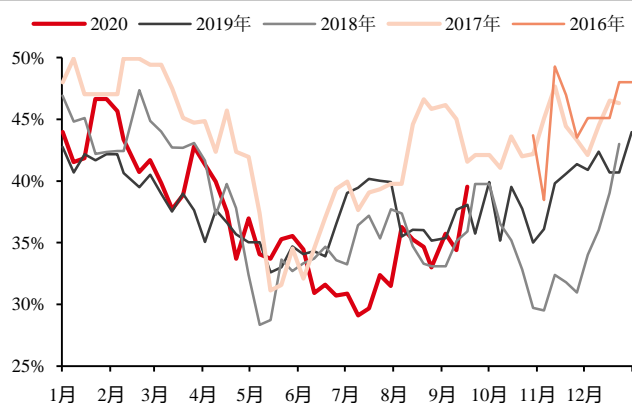
2.3 PE 四季度总体检修偏少，而非标压力暂不大

图 10: PE 检修量 (负值) 单位: 万吨/年



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

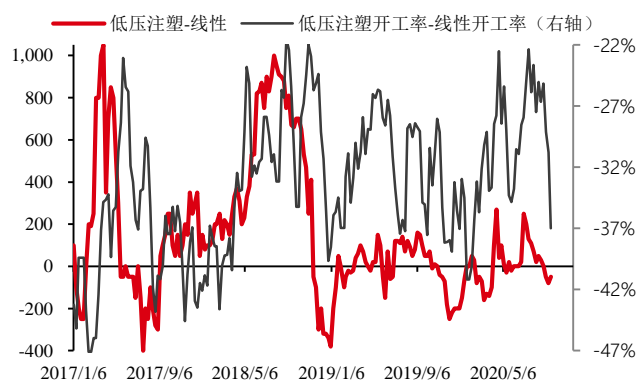
图 11: 线性开工占比 单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

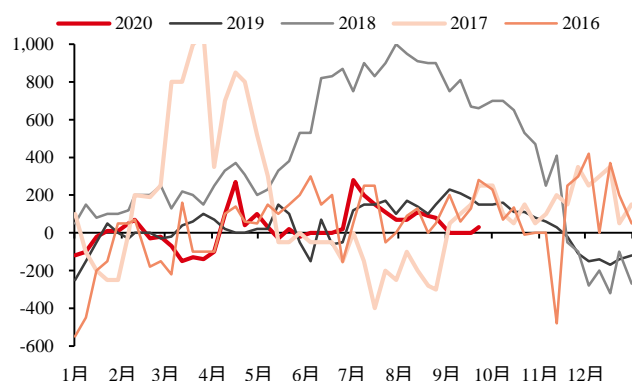
(1) 随着 6-7 月检修峰值的结束，8 月以来检修量逐步缩减，国产开工逐步回升，PE 总口径国产供应压力逐步增大。然而标品线性的生产比例目前尚不高，但预估 Q4 转产压力快速上升。

图 12: (低压注塑-线性价差) & (低压注塑-线性开工占比) 单位: 元/吨; %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 13: HD 注塑-LL 价差 单位: 元/吨

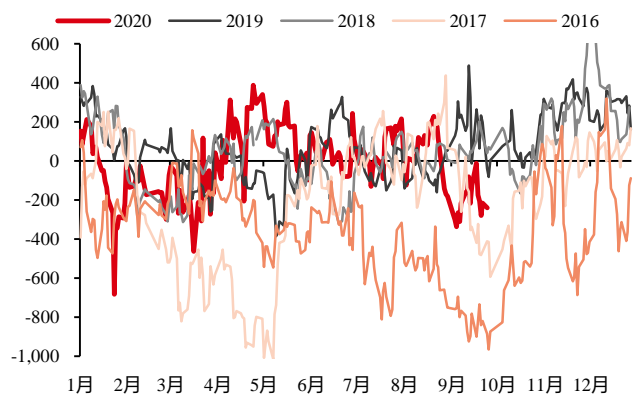


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(2) 投产概率较大的剩余 275 万吨新增产能中，LDPE/EVA40 万吨、全密度 90 万吨、HDPE145 万吨，因此主要压力在 HDPE；然而目前注塑溢价仍趴在低位，仍有较高转产线性意愿，因此 Q4 注塑存量及增量部分或持续转化为标品 LL 供应压力。

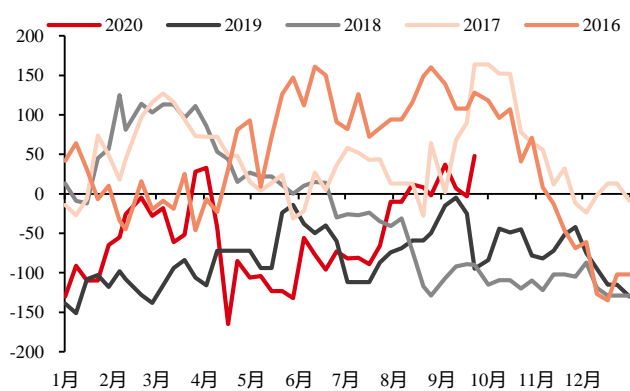
2.4 PE 进口窗口快速关闭

图 14: PE 线性进口利润 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 15: FAS 休斯顿-CFR 中国 单位: 美元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

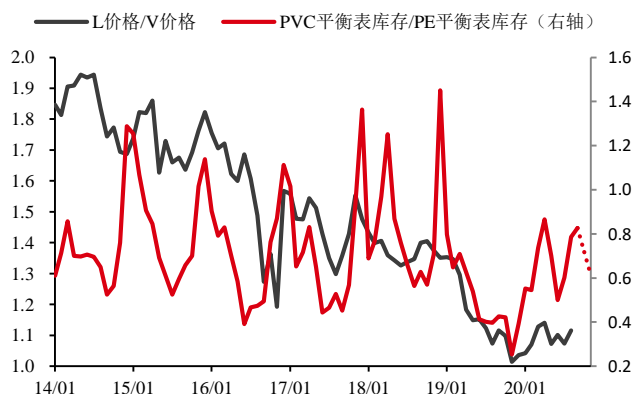
(1) 4-5 月进口窗口的大开导致了 6 月到港高峰, 随着进口窗口的缩窄, 8 月开始进口量恢复至 150 万吨量级附近。而目前进口到挂进一步加深, 后续进口量级大概率维持在 150 万吨附近级别, 但东南亚及欧洲溢价一般, 慎防亦有部分分流至中国, 因此保守预估进口量仍在 150-160 万吨附近级别预估。

(2) 美湾溢价 8 月以来快速上升, 一方面是美国需求缓慢复苏, 另一方面是 9 月底飓风导致接近 30% 的乙烯产能短停, 随后已复工。后续仍密切关注供应恢复后的美湾溢价能否持续坚挺分流中国到港。

3. PVC 及 PE 平衡表库存比值预判, 以及对冲策略基差盈亏

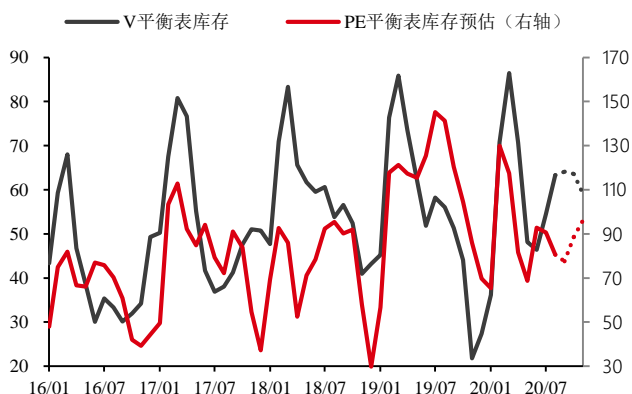
3.1 PVC 及 PE 平衡表库存比值预判

图 16: PE/PVC 价比与 PVC/PE 自估平衡表库存比值 单位: 无



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 17: PVC/PE 自估平衡表库存预估 单位: 万吨

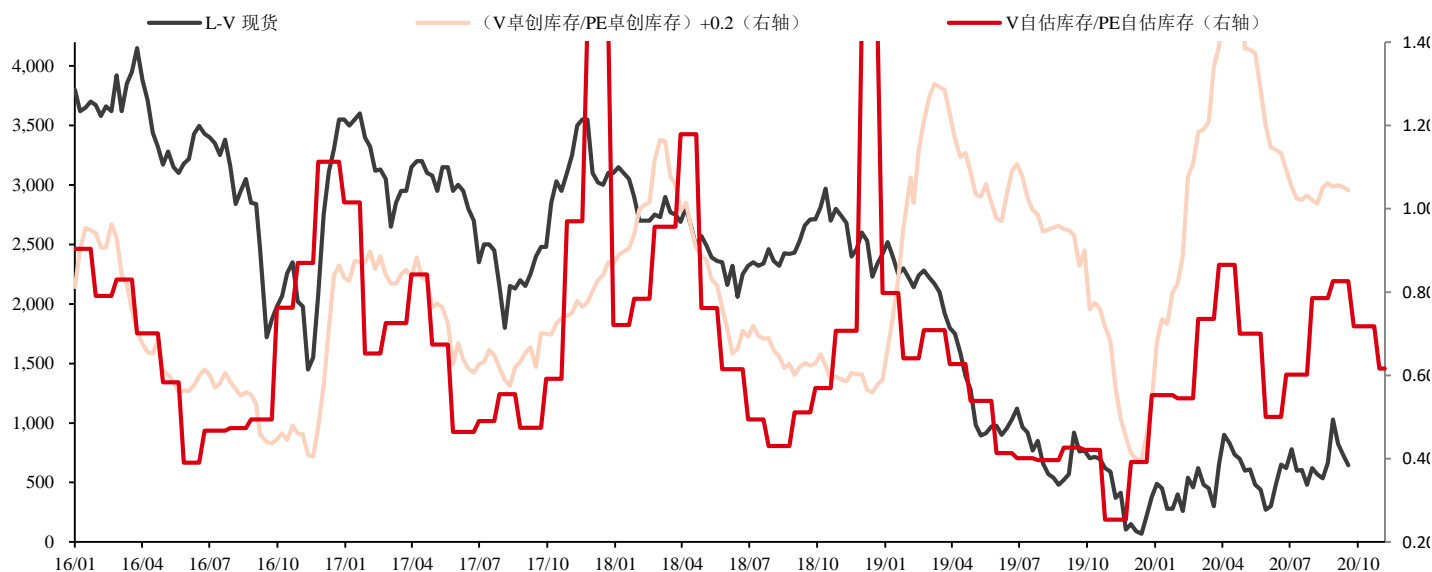


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

9月PE去库而PVC走平，PE/PVC比价则冲高后回落，准备交易10-11月的持续回落。10月PE累库而PVC走平预估，因此10月PE/PVC比价预期继续回落。11月更是PVC去库而PE累库预期，因此对应11月PE/PVC比价加速回落预期。

3.2 L-V 价差与 PE/PVC 平衡表库存比值的实际匹配程度

图 18: LL-V 现货价差; PVC 平衡表估算库存/PE 平衡表估算库存; 实际卓创 PVC 社会库存/卓创 PE 社会库存
单位: 元/吨; 无; 无



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

LL-V 价差于 PE/PVC 库存比值的实际匹配程度

(1) 从自估平衡表 PE/PVC 库存比值与 LL-V 现货价差的匹配程度来看，正相关关系非常明显，且匹配程度较卓创 V/PE 社会库存比值更优。

3.3 多 1 吨 V2101 空 1 吨 LL2101 头寸的基差情况

截止至 9 月 28 日，V2101 华东基差在+100 元/吨，LL2101 华北基差在+50 元/吨，按照 1 吨 PVC 匹配 1 吨 LL 的多 V01 空 LL01 测试条件下，对冲头寸的基差亏损率在+0.4% (1 吨 PVC 及 1 吨 LL 的总价值)，对应仍是正基差率，并无基差亏损。

3.4 多 V 空 PE 总结

(1) 驱动分析: 10 月份 PVC 预估走平，而 PE 则 10 月预估重新累库，因而 10 月是较好的 LL-V 价差做缩时间段；而 11 月 PE 仍累库预期而 PVC 则是去库预期，因而 LL-V 价差

11 月是加速做缩的阶段。

(2) 静态估值分析：

基差角度：多 V01 空 LL01 对冲组合基差率仍为微正，接近于平，并无基差亏损。

上下游利润角度：由于烧碱维持历史底部，氯碱一体化利润实际仍在偏低位，氯碱整体估值不高，但另一方面下游管材利润偏低；PE 油头煤头生产利润均较年初疫情期要明显抬升，且 PE 油头毛利率抬升至历史偏高位置，下游方面缠绕膜、农膜利润亦偏低。进口利润角度：两者进口窗口均关闭，但 PVC 出口窗口大幅开启。

因此综上所述，V 估值较 PE 更稍低，更具安全边际。

(3) 风险防范：多 V 空 LL 目前看驱动尚可，但亦慎防 HD 注塑转产 LL 过慢，造成 PE 总口径逐步转宽松而标品 LL 被集中屯起来的情况，后续继续关注转产动态。V 方面则由于 01 合约是历史淡季合约，慎防被提前交易房地产收紧预期对下年需求的压制。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com