



做中国优秀的风险管理服务提供商

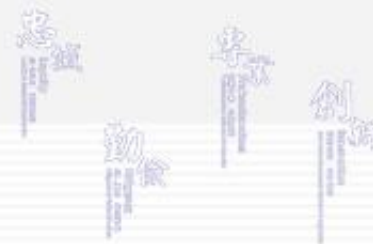
低估值+供需边际好转，PP能否做多

国海良时期货 章正泽

从业资格证号：F3085804

投资咨询证号：Z0016442



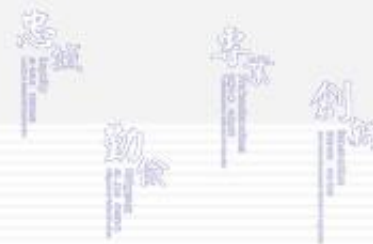


观点

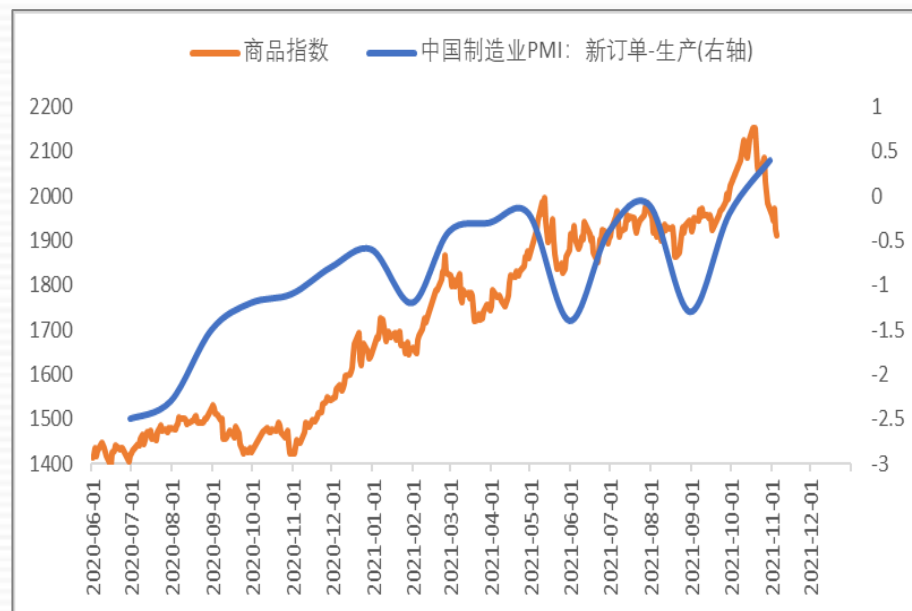
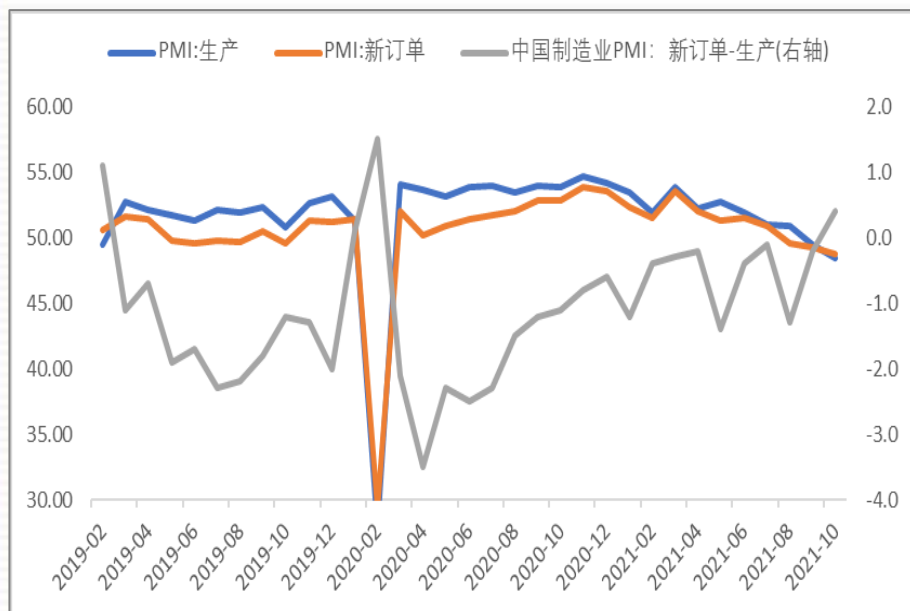
- ✓ PP估值偏低，上游工艺利润尤其是油制及轻烃制利润压缩严重，且粉料聚合利润出现亏损，粉粒价差来到平水；
- ✓ 但估值低并不代表可以进场做多，还需要看到供需边际好转带来的向上驱动；
- ✓ 供应端在煤化工装置稳定性欠佳，后续净进口减少的情况下难以放量，而需求端终端订单并未受限电限产影响，随着限电限产逐步放开，下游开工率回升，上中游库存开始去化，供需存在边际好转迹象；
- ✓ 低估值+供需边际好转驱动向上，可以寻机轻仓尝试多单，或进场PP1-5正套。



最贴心的理财管家



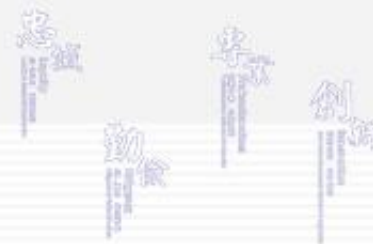
商品市场价格与供需面出现劈叉



10月数据显示国内供应收缩的速度还是比需求收缩的速度快，供应缺口创出年内新高，但商品市场表现与供需情况出现劈叉，主要还是国内商品受到动力煤政策的影响出现下滑，后期在动力煤出现企稳后，商品的交易还是要回到供需层面，部分低估值商品有超跌可能。



最贴心的理财管家



一、PP目前估值偏低

二、供需存在边际好转迹象

三、策略建议

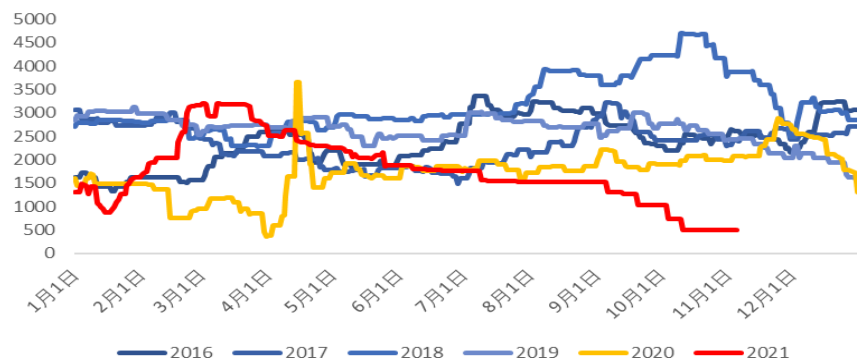


最贴心的理财管家

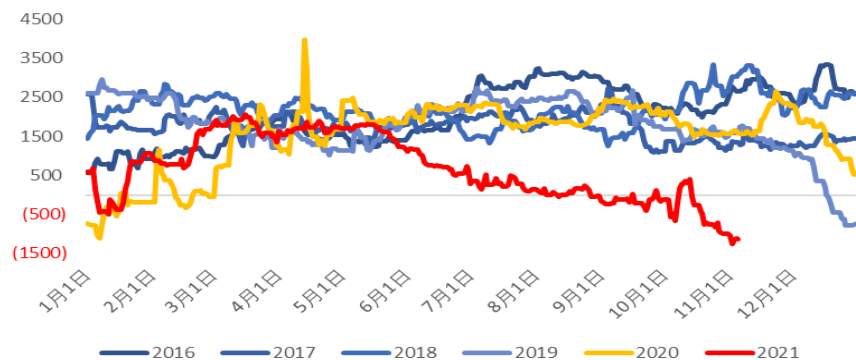


估值偏低—上游工艺利润压缩严重，尤其是非煤制工艺利润

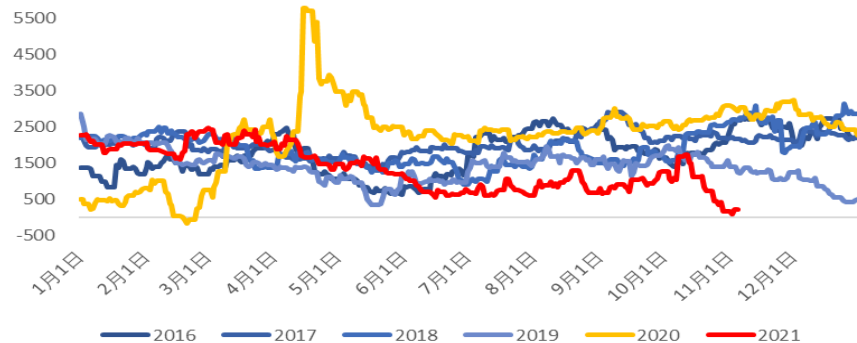
西北煤制PP利润



PDH利润



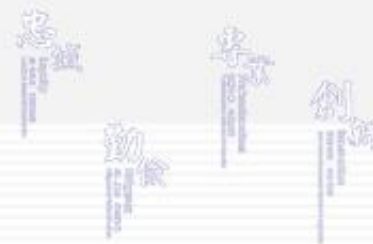
石脑油制PP利润（华东）



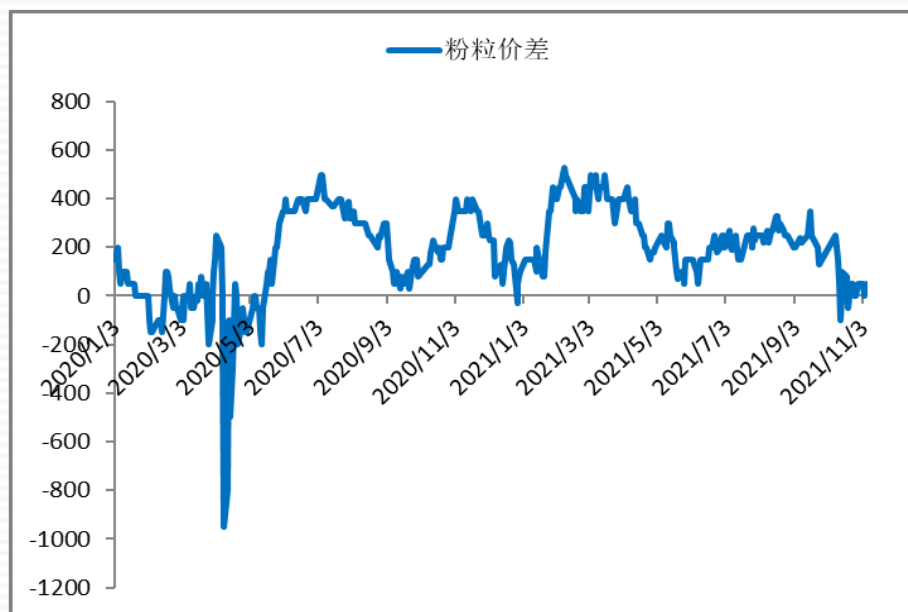
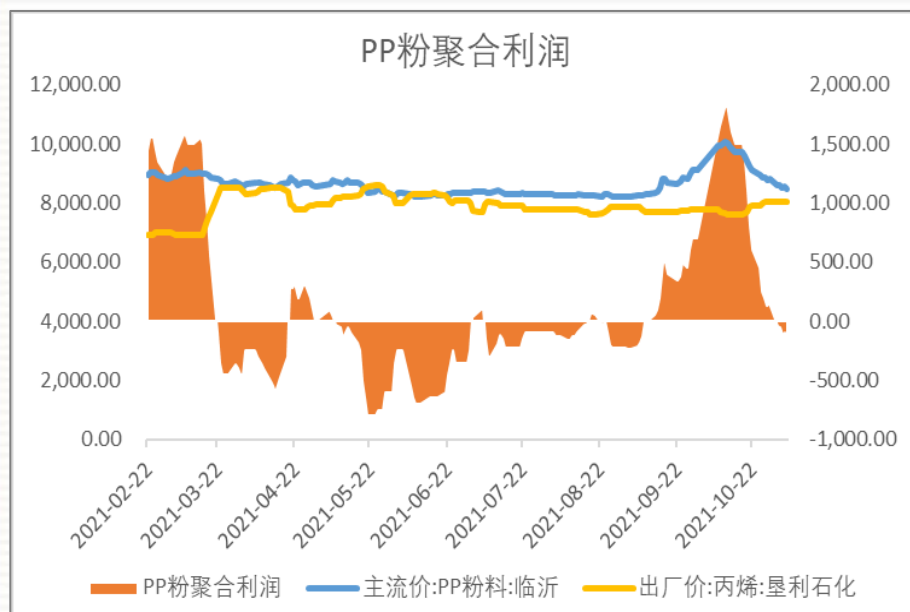
这一轮PP的下跌，市场更多是以煤价来给PP定价，更多交易的是煤价下跌的预期。PP价格下滑至目前位置，以市场普遍的计算公式煤制利润已经大幅亏损，即使是试用更接近生产企业实际的公式计算，煤制利润也已出现大幅压缩。并且随着市场以煤价给PP定价，但油价及轻烃价格相对强势，导致其他工艺也出现亏损，PP整体估值偏低。



最贴心的理财管家



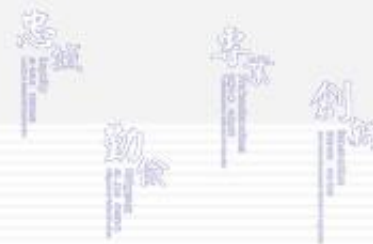
估值偏低—粉粒价差接近平水



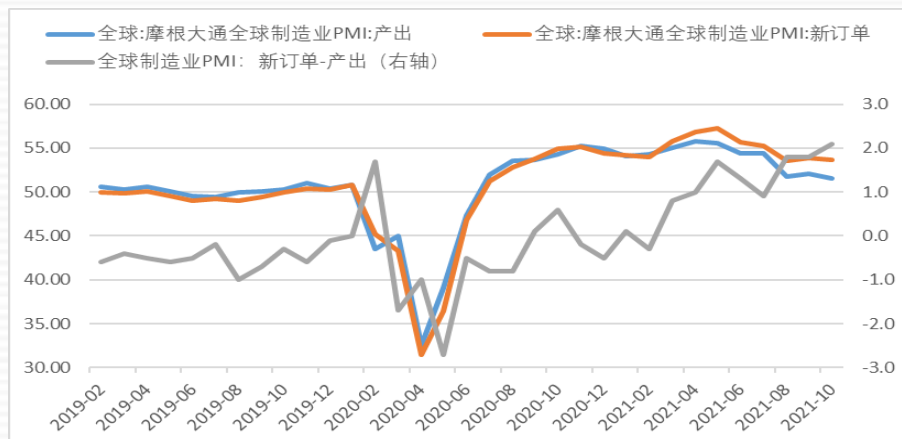
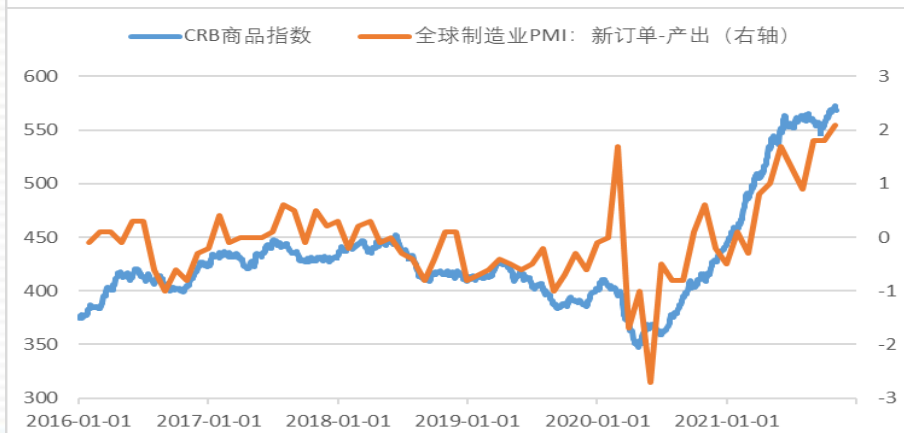
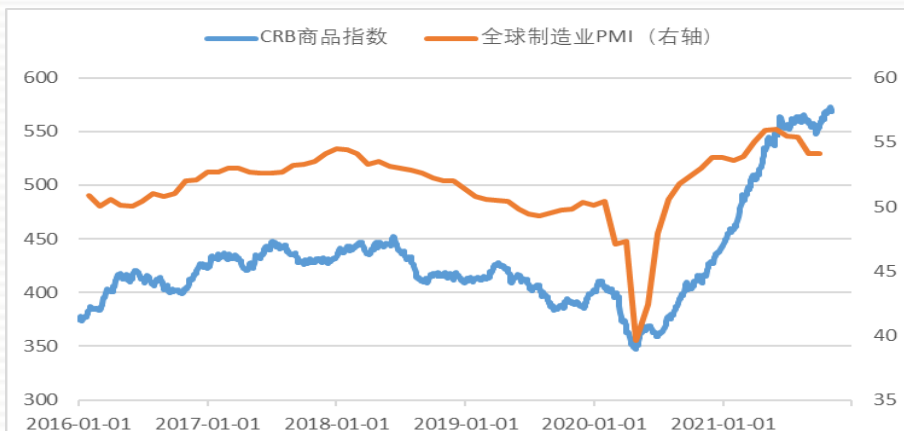
目前PP粉聚合利润也出现大幅压缩，丙烯端的强势可能会通过PP粉传导至PP粒，目前粉粒价差已经来到平水附近，远低于正常的200-300元/吨，理论上PP粒已经可以对PP粉的需求端出现一定的替代，从粉粒价差的角度看PP粒目前估值也偏低。



最贴心的理财管家



终端需求负反馈力度不够 供应比需求收缩更快



上游品种强势主要还是中游在利润挤压后没有出现调降开工率的现象，究其原因还是产业链最终端的需求不够差，负反馈的传递力度还不够。按照18年的经验来看，可能需要等待全球制造业PMI回落至荣枯线附近，负反馈的力度才能进一步向中上游传导。

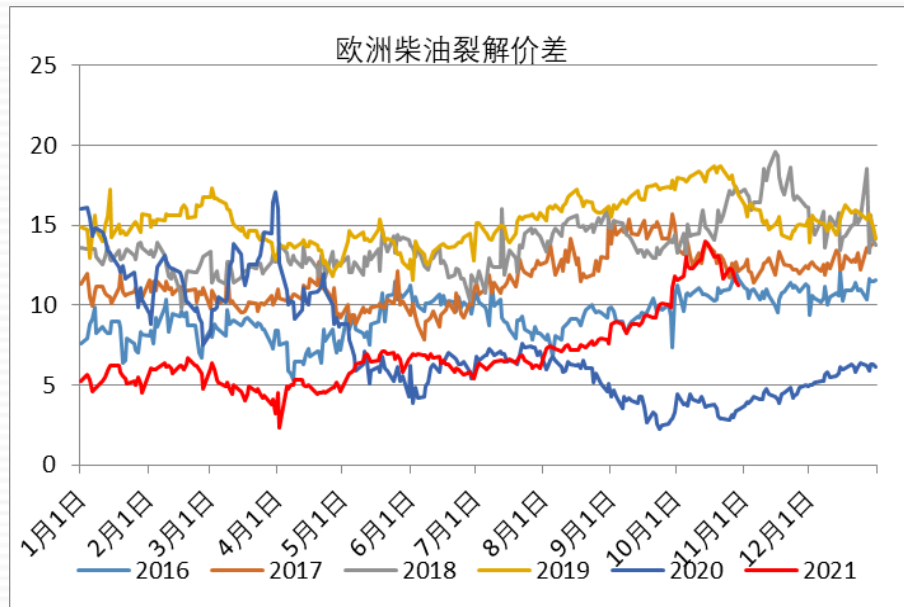
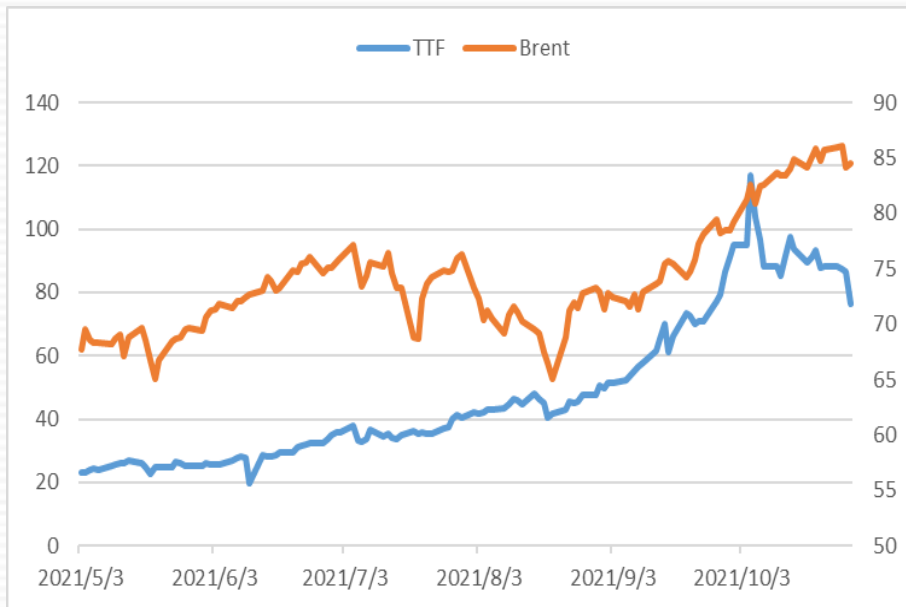
今年供应端还有缩量，且供应比需求收缩更快，供应缺口仍在抬升。



最贴心的理财管家



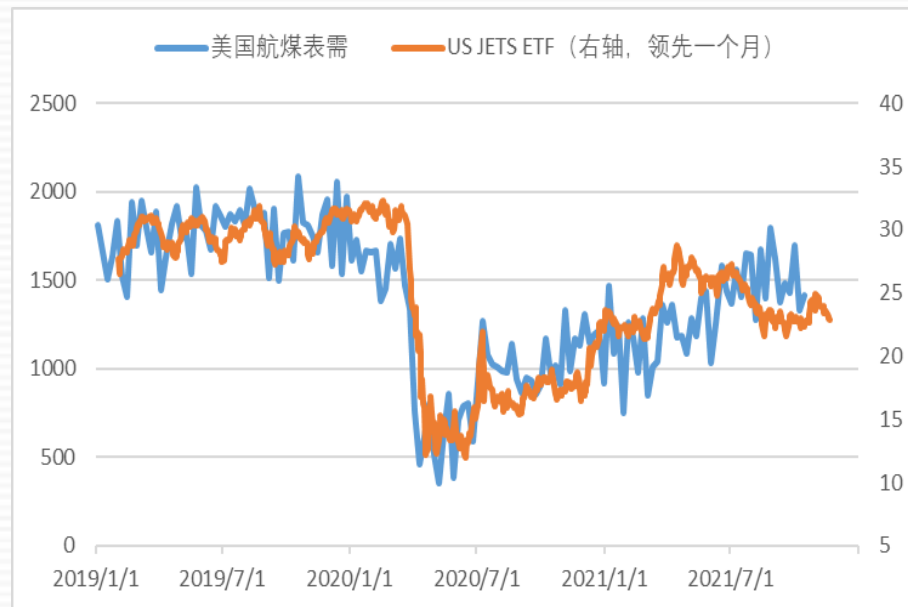
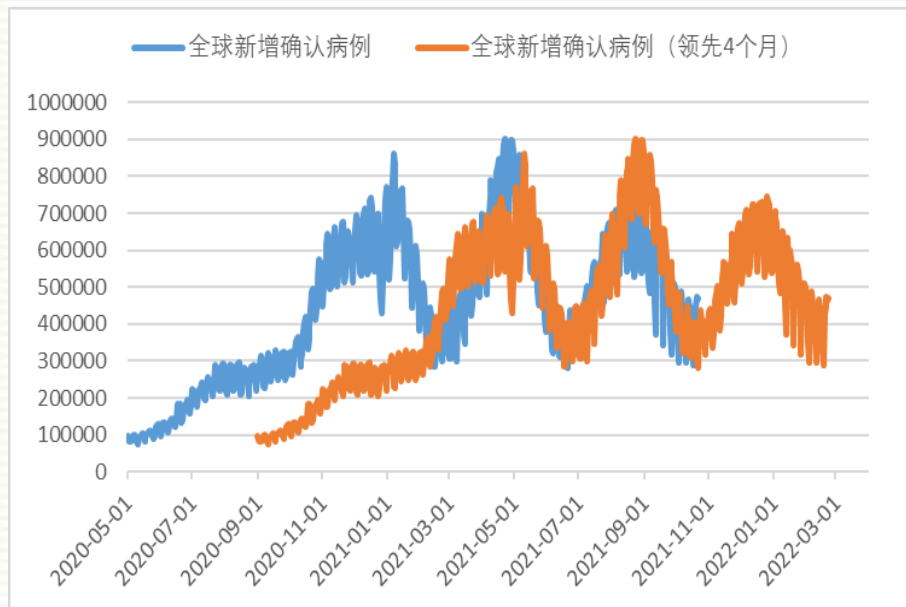
油价当下上涨驱动因素：需求端实际增量—柴油代替天然气发电需求



从近期天然气价格的回落、其价格和油价的相关性下降，以及柴油裂解价差的回落来看，替代性需求可能正在边际转弱，这一驱动因素已经在价格中得到充分反应，未来油价的上涨驱动需要看航煤需求的落地情况。



油价当下上涨驱动因素：需求端预期增量——欧美通航提振航煤需求



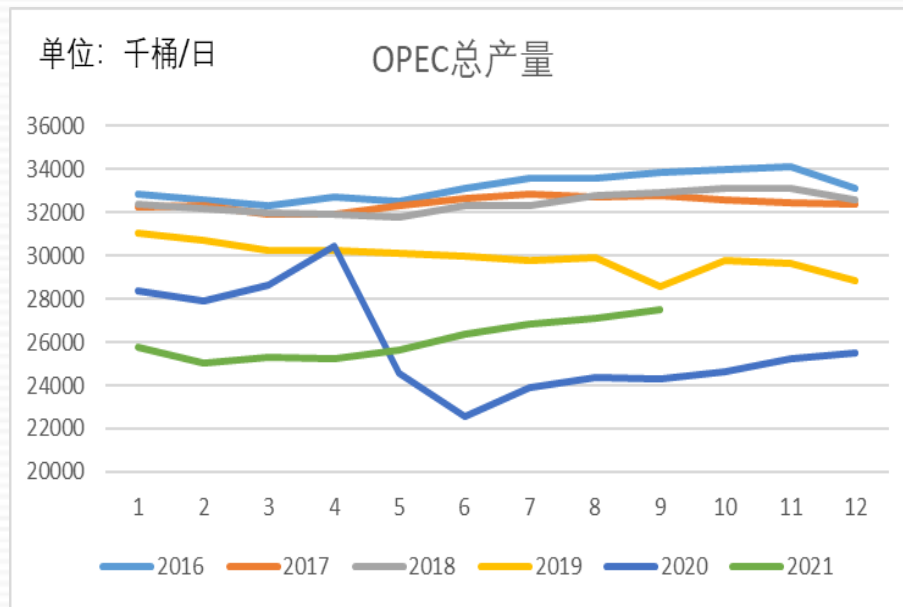
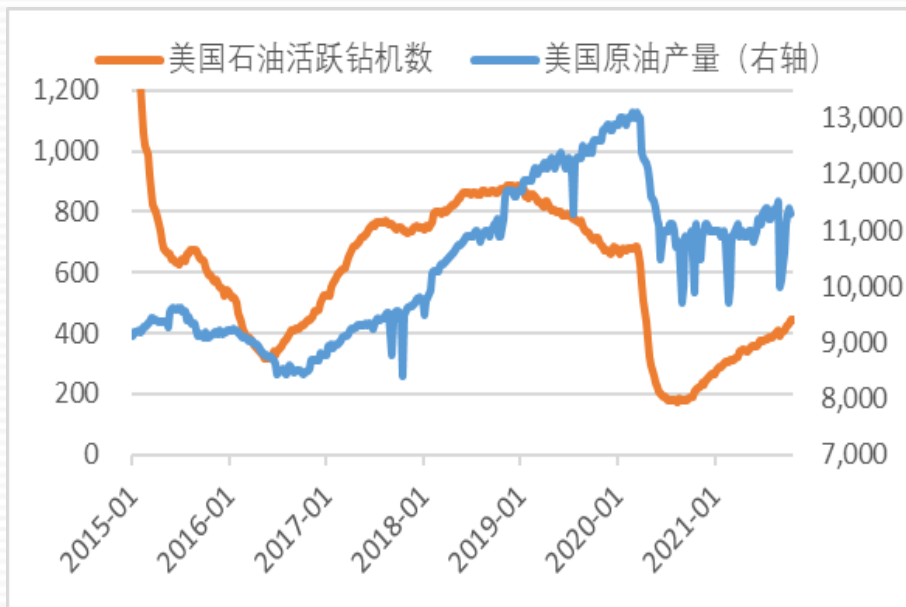
可能路径的推演：如果疫情再次来袭，原油在11月可能将迎来回调，但航煤预期这一油价上涨驱动仍在，上涨趋势仍在，且价格回调会导致供给增量兑现时间点延后，油价的上行周期也会得到延长；如果因为疫苗接种导致疫情未起，航煤需求预期可能逐步落地，油价就会延续当前涨势，但随着价格的上涨，将倒逼供给增量出现，这个时间点可能在今年底至明年初。



最贴心的理财管家



油价未来上方压制因素：供应端OPEC+存在增产加速可能





最贴心的理财管家



一、PP目前估值偏低

二、供需存在边际好转迹象

三、策略建议

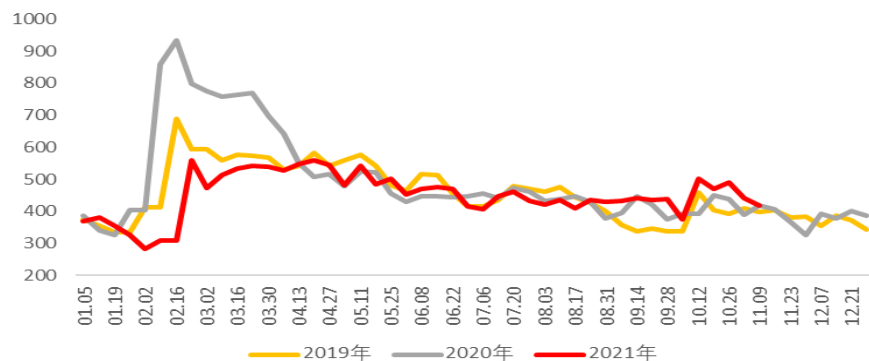


最贴心的理财管家

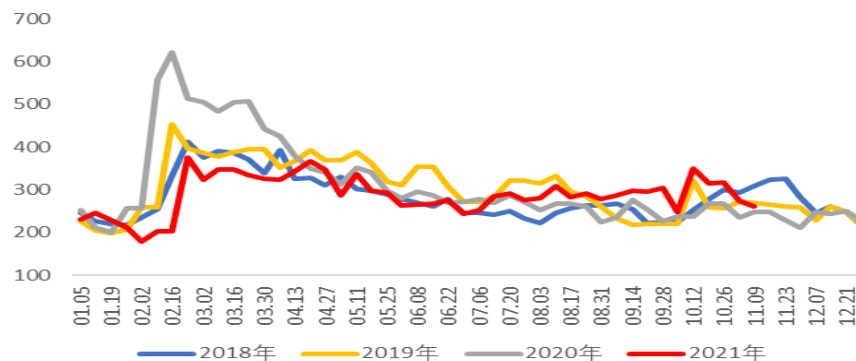


供需边际好转—PP上中游库存前期累库至近年高位，近期出现去化

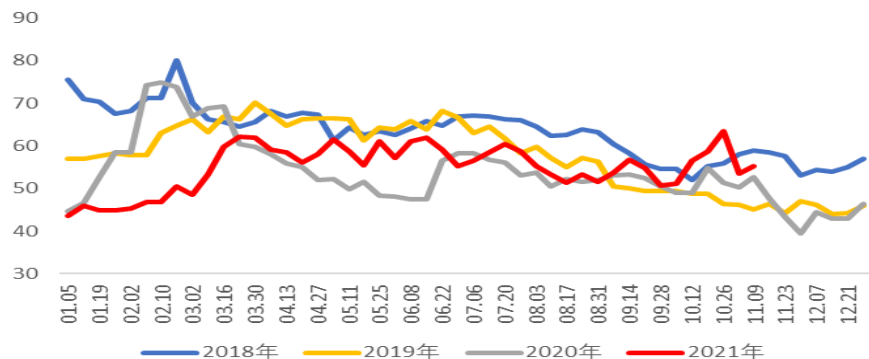
PP上中游总库存（千吨）



PP油制生产企业库存（千吨）



PP社会库存（千吨）

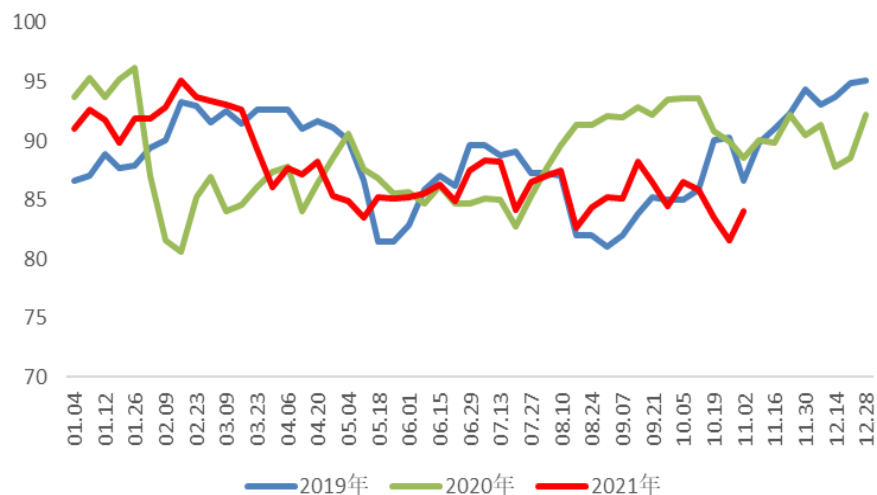


10月下旬前，PP上中游库存来到近年高位，但最近两周整体出现去化。

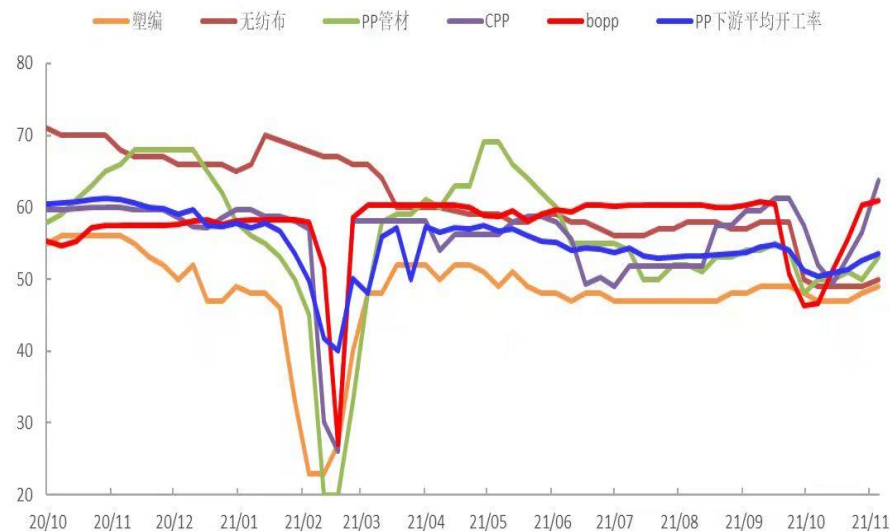


供需边际好转—前期高库存的原因不在于供应端，而在于需求端

PP周度开工率



PP下游开工率



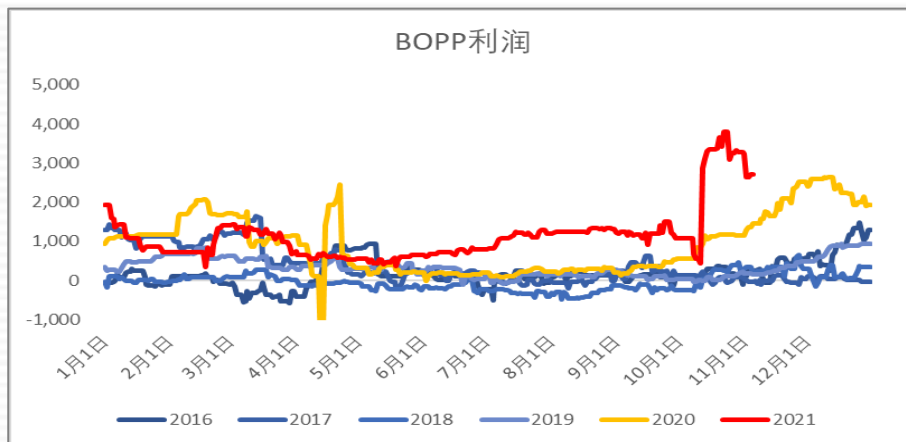
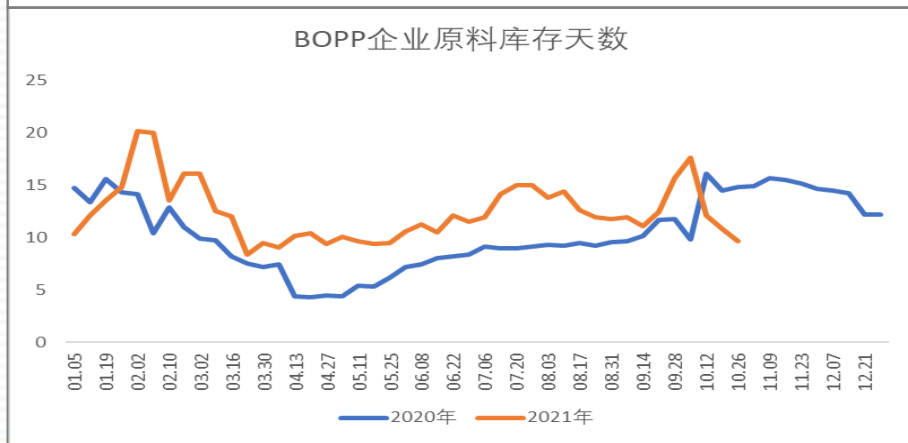
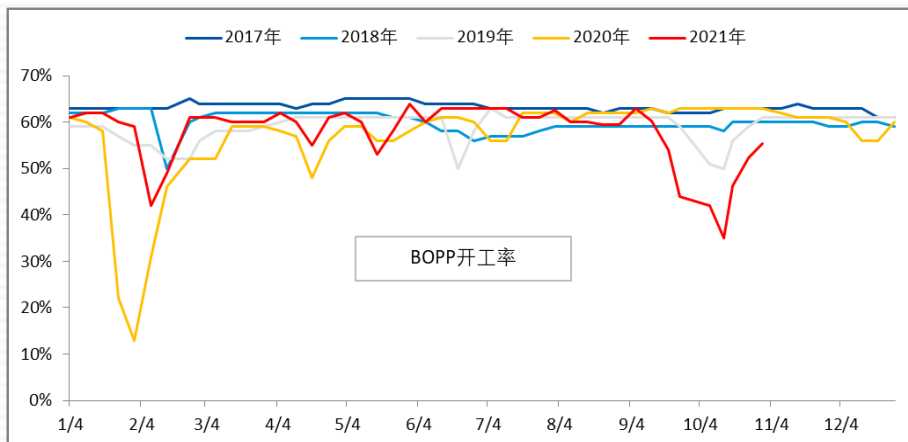
前期造成高库存的问题不在于供应端，而在于需求端。10月下旬前的几周PP上游开工率下滑至历年偏低位置，但与此同时，下游制品行业受限电影响，开工率下滑更为明显，导致库存由上中游向下游转移困难。



最贴心的理财管家



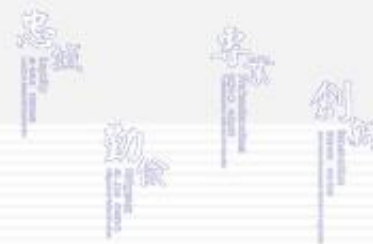
供需边际好转—限电趋缓后，制品开工率的回升将会加速去库



但我们认为限电限产只是降低了下游制品的开工率，对终端订单影响有限。以下游BOPP行业为例，制品开工率下滑的同时，BOPP利润出现大幅拉涨。所以限电限产带来的制品开工率下滑更多只是降低了上中游库存的去化速度，只要终端订单在，库存肯定还是会趋向于去化，而且下游原料库存不高，随着部分地区限电影响逐渐趋缓，预计下游开工率的回升将会对积累的上中游库存带来一定加速去库。

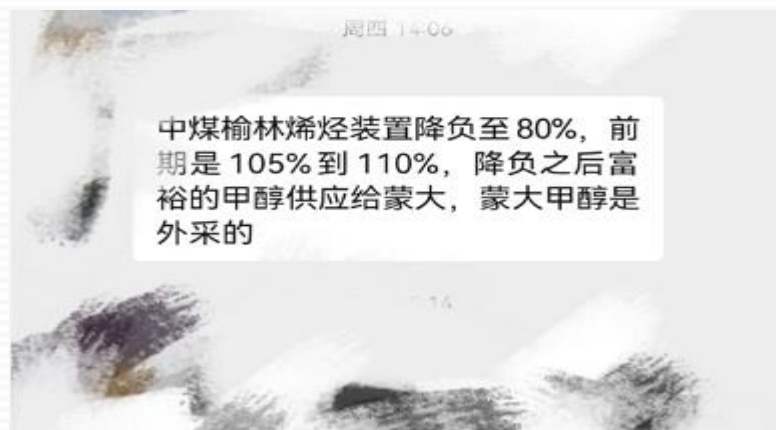
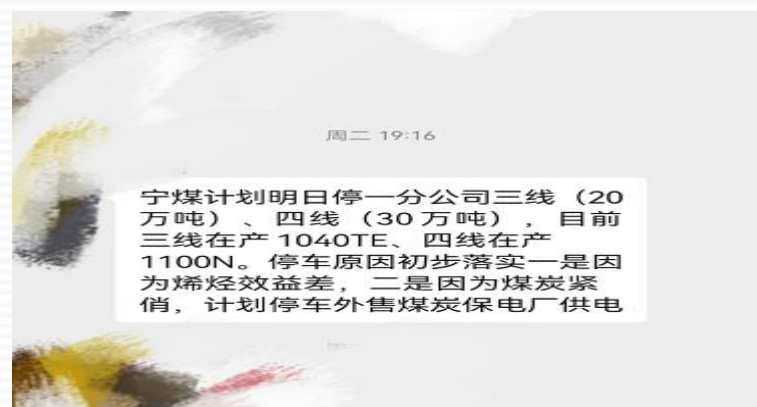


最贴心的理财管家



供需边际好转—供应端煤化工装置稳定性存疑

生产企业	产能	装置动态
大唐多伦	46	全线46万吨/年9月6日起停车中，开车时间待定
宁夏宝丰	30	一线产S1003，二线产V30G
蒲城清洁	40	产HP500N
神华包头	30	产L5E89
神华宁煤	160	一线二线11月5日起停车，开车时间待定；三线产1040TE，四线产1100N。煤制油五线产2500H，六线产1102K。
神华新疆	45	产K1870
神华榆林	30	产K8003
延长中煤	60	一线产PPR-MT500B，二线产K1870-B；三线40万吨/年产EPS30R
延安能化	30	临时故障停车3天左右
中煤蒙大	30	产L5E89
中煤榆林	30	产L5E89
中天合创	70	环管装置35万吨/年产PPH-T03；气相装置35万吨/年产K8003
久泰集团	32	产L5E89
中安联合	35	产T30S

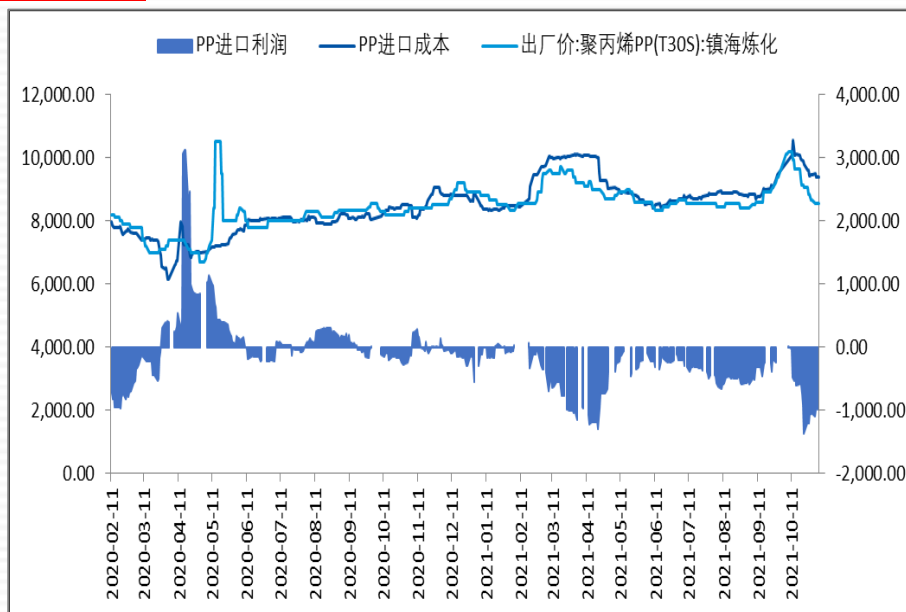




最贴心的理财管家



供需边际好转—供应端净进口大概率减少



供应端在煤化工装置稳定性欠佳，净进口减少的情况下难以放量，而需求端终端订单并未受限电限产影响，随着限电限产逐步放开，下游开工率回升，供需存在边际好转迹象。



最贴心的理财管家



一、PP目前估值偏低

二、供需存在边际好转迹象

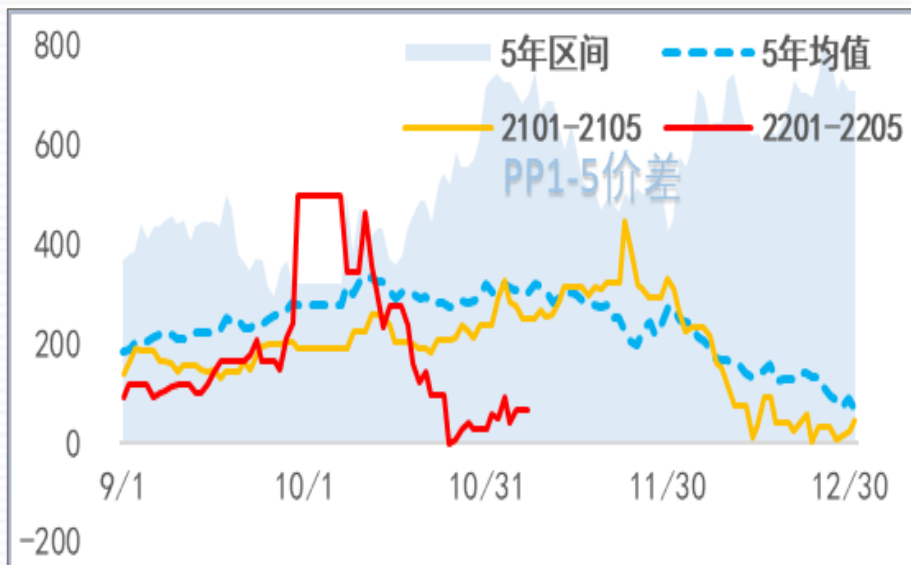
三、策略建议



最贴心的理财管家



布局PP1-5正套（代替单边多单+05煤炭问题更缓和+05新增供应压力大）



- 1、供需有边际好转迹象，代替单边多单；
- 2、05合约期内煤炭的供需问题大概率相较01合约期内更为缓和，成本端支撑作用进一步下降；
- 3、01合约期内后续无新增装置，而05合约期内新增装置带来的供应压力较大。

公司名称	原料来源	产能	投产时间
龙油化工	油制	55	2021年2月
恒昌石化（东明石化）	混烷、炼油	20	2021年3月
天津石化	油制	20	2021年4月
鸿基石化	PDH+外采丙烯	24	2021年4月
东华能源（大榭二期）	PDH制	80	一线5月1日，二线6月1日
中韩石化（扩能）	油制	30	2021年5月底
辽阳石化	油制	30	2021年8月
福建古雷石化	油制	35	2021年9月
青岛金能新材料有限公司	PDH制	45	2021年9月
浙江石化二期	油制	90	9月一线45试车中，明年二线45
2021年总计		429	
公司名称	原料来源	产能	投产时间
浙石化二期二线	油制	45	2022年1月
天津渤化	MTO制	30	2022年3月
镇海炼化二期	油制	30	2022年1季度
鲁清石化	混烃裂解	35	2022年1季度
徐州海天石化大庆海鼎项目	外采丙烯	10	2022年1季度
宁波大榭	油制	30	2022年中
京博石化	混烃裂解+油	60	2022年中
福建中景	PDH制	60	2022年下半年
青海大美	煤制	40	2022年12月
华亨煤业	MTO制	20	2022年12月
海南石化	油制	45	2022年12月
2022年总计		405	



最贴心的理财管家



免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，为免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有投资咨询资格。

✦ 做中国优秀的风险管理服务提供商



国海良时期货微平台

Thanks !