

## 累库预期受估值和宏观扰动，聚烯烃或底部运行

### 报告要点

基准情形下聚烯烃四季度或累库，且宏观预期和原油预期都偏承压，但已在 01 合约上有体现。但我们认为未来 01 合约更多交易估值和需求预期的变化。估值变化看能源能否如预期震荡偏弱，需求预期变化看国内外宏观经济能否持续弱势，若兑现，聚烯烃大概率重心下移，否则底部运行甚至有向上弹性，不过度悲观。

### 摘要：

#### 存量供应弹性有限，且增量供应兑现延后，供应弹性压力渐弱

烯烃供应弹性主要是新产能、国内开工和净进口三个方面：产能方面，整体投产进度延后，广东石化和海南炼化可能推至 2023 年，PP 或有部分装置能兑现，但都相对靠后；开工方面，因 8 月来烯烃估值逐步修复，尤其是油制和轻烃制，C/MTO 开工也已陆续恢复，10 月后供应弹性压力也有减弱；净进口方面，8 月净进口已回升，但 9-10 月海外检修增多，净进口弹性可能要到 11 月后，整体供应弹性压力逐步减弱。

#### 内外需求的预期仍偏弱，但国内宏观政策及其需求弹性仍需关注

三季度聚烯烃内需恢复有所体现，但更多是环比回升，同比改善不明显，三季度难言需求支撑。四季度去看，内需大概率难看到起色，且悲观心态下，下游原料和成品库存去化仍在延续，但这也积累了更多的需求弹性，减弱下游压力。另外外需压力可能持续，且加息或延续，海外衰退压力渐增，届时将对国内需求产生拖累。

#### 预期持续累库，尤其是 PP，但要看能源和宏观变化对供需平衡的扰动

基准预期下，聚烯烃 10 月出现库存拐点，尤其是 PP，自身估值或被压缩，但已在 01 合约上有一些体现，未来或交易预期兑现或修正，关注点主要在于原油和国内宏观。因欧美经济衰退引发油品需求下滑，而供应稳中回升，四季度油价或偏承压，且国内宏观政策仍是防风险为主，旺季都未看到需求明显改善，因此预计四季度国内宏观和原油都偏弱，与供需共振向下。但也不排除二十大后国内政策力度超预期，或极寒天气引发全球能源危机带来向上的驱动风险，仍有一些不确定性，仍需要防范。

#### 国内外聚烯烃相对估值都不高，自身供需能决定的空间或有限

静态去看，虽然 9 月聚烯烃估值得到修复，但仅是各工艺路线盈亏平衡附近，相对估值并不高，如果估值再次压缩就需要关注高成本供应是否出现减量，尤其是四季度与煤气资源紧张相关的 MTO、乙烷裂解和 PDH 工艺，同时估值压缩还会带来下游利润修复，而下游库存同期低位，也要谨防需求弹性释放的风险。

#### 关注估值和宏观对累库预期的扰动，四季度聚烯烃预期底部震荡

综上所述，10 月后聚烯烃大概率逐步累库，价格或偏承压，估值也将被压缩，但因 9-10 月海外集中检修，国内供应弹性释放延后，且内需稳中回升，过剩压力逐步减弱。且低估值下也不利于供需矛盾持续积累，因此四季度国内宏观政策和原油的扰动会给单边价格带来较大扰动。若如我们预期与供需共振下行的话，价格下跌或较为流



### 化工组研究团队

研究员：  
胡佳鹏  
021-60812977  
hujiapeng@citicsf.com  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

黄谦  
021-60812989  
huangqian@citicsf.com  
从业资格号：F3063512  
投资咨询号：Z0014611

杨家明  
021-80401704  
yangjiaming@citicsf.com  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

畅，幅度会偏大；但若超预期好转，比如四季度能源危机再现，国内宏观政策力度加大从而改善下游悲观预期，价格也会再反弹。因此我们认为四季度聚烯烃震荡磨底概率较大，不过度看空，向上弹性或逐步积累，预计 L2301 运行区间为 7600-8400，PP2301 区间为 7400-8300。

**01 合约趋势和对冲策略：**底部震荡运行，L-P 偏扩大，PP-3\*MA 震荡下行。

**风险要素：**能源危机加剧，国内宏观政策力度加大带来预期好转

## 目 录

摘要： .....	1
一、三季度持续下跌后企稳反弹，估值持续修复 .....	4
二、供应弹性逐步释放，但预期有所延后和减弱 .....	5
三、内外需求预期承压，但仍要关注需求弹性风险 .....	9
四、自身可压缩估值有限，仍要关注供应减量和需求弹性释放风险 .....	17
五、供需承压但估值不高，聚烯烃或底部运行 .....	21
免责声明 .....	24

## 一、三季度持续下跌后企稳反弹，估值持续修复

7 月份需求持续承压，下游开工持续下行，全产业链都在主动排库，叠加联储持续加息导致油价持续下行，导致价格持续回落。

直到 8 月下旬，旺季前夕，下游开工稳中回升，叠加国内宏观政策利好持续释放，以及美联储政策真空期，且标品库存已去掉偏低水平，现实和预期都有改善，导致价格企稳反弹，而原油持续震荡偏弱，烯烃估值全面修复。如下图所示：

图表 1：聚烯烃现货基准价格走势对比



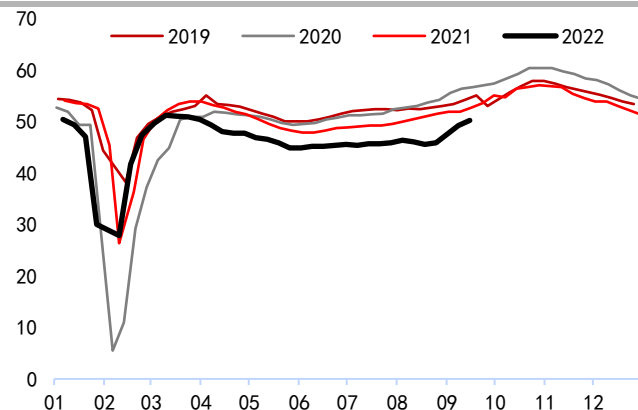
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 2：聚烯烃价格持续弱于原油



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 3：PE 下游开工持续低于往年同期



资料来源：发改委 中信期货研究所

图表 4：PP 下游开工持续低于往年同期



资料来源：卓创 中信期货研究所

## 二、供应弹性逐步释放，但预期在延后和减弱

四季度聚烯烃供应压力或来自于三个方面：

首先是新产能释放，2022-2023 年仍是聚烯烃的产能周期，不过由于今年持续的疫情影响，以及国内持续亏损和弱需求的影响，新产能投产大幅延后。PE 新产能只有海南炼化和广东石化，最新计划已推迟到 12 月份，甚至不排除推迟到 2023 年可能，01 合约上兑现产能的概率减小，因此 PE 产能压力明显减弱；PP 产能压力稍大，包括中景石化、山东京博以及广西鸿谊和中化弘润，合计产能有 255 万吨，不过京博 60 万吨和广西泓谊 30 都是丙烯的延申，且可能是做粉料，中景石化 120 万吨是 PDH 做 BOPP，都没有对 PP 形成直接冲击。因此我们认为 PP 压力稍大，但直接的冲击相对有限，具体如下表所示：

图表 5：国内聚烯烃新增产能

项目名称	LLD /全密度	HD	PP	投产计划	装置类型	原料来源
海南炼化二期	30	30	45	2022 年 12 月	石脑油裂解	中东混合原油+LPG
中石油广东石化	40+40	40	50	2022 年 12 月	重油裂解	1000 万吨委内瑞拉+1000 万吨中东重油
山东京博中聚			40+20	2022 年 11 月	高端料	粉料
中景石化			60+60	2022 年 10 月	PDH 制 BOPP	丙烷，一条线 9 月已试车，二条线计划 10 月初试车
广西鸿谊新材			15+15	2022 年 11 月	单体聚合	华谊配套 PP 粉可造粒，原料是华谊钦州 75 万吨丙烯和氯碱转供乙烯
中化弘润			45	2022 年 10 月	石脑油裂解	现有装置丁烯+轻汽油催化裂解，OCP 技术

数据来源：隆众、中信期货研究所

不过海外压力依然较大，尤其是 PE，根据我们的跟踪，PE 和 PP 四季度仍有一些新产能有兑现可能，PE 的投产主要集中在 10 月后，集中在印度和北美地区，LLD 和 HD 产能分别为 115 万吨和 292.5 万吨，而 PP 投产有 125 万吨，集中在亚洲区域。不过考虑到目前的价格，不论是美国的乙烷裂解还是其他区域的石脑油裂解，都处于亏损状态，且海外需求持续走弱，海外投产能否预期兑现仍有不确定性，本身这些投产计划已经往后推迟了，整体产能压力仍有望逐步延后，如下表所示：

图表 6：海外聚烯烃新增产能

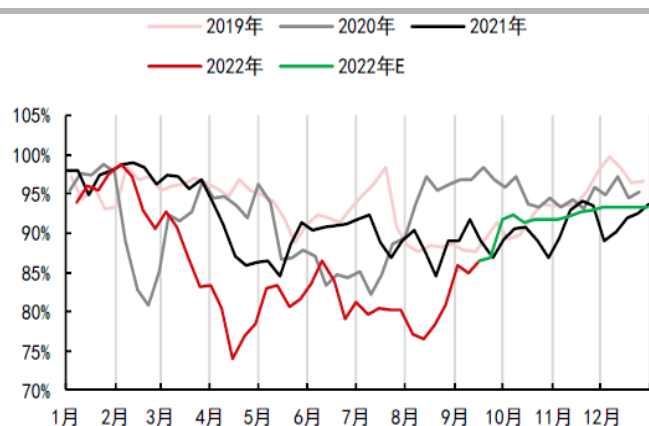
公司名称	装置	产能	地区	投产计划
JG Summit	HDPE	25	菲律宾	裂解意外停工，整体投产推迟
BAYPORT	HDPE	62.5	美国	9 月下旬投产，12 月或稳定生产
印度 HPCL-Mittal	HDPE	55	印度	投产推迟至 10 月
	LLDPE	70		投产推迟至 10 月
SHELL	LLDPE	50	美国	计划 9 月底 10 月初
	HDPE	100		
Nova	LLDPE	45	加拿大	计划 7 月推迟 10 月投产
泰国 HMC 聚合	PP	25	泰国	暂定计划 9 月投产，弱需求下有推迟可能
HPCL 米塔尔能源	PP	50	印度	推迟到 10 月
KPI	PP	50	哈萨克斯坦	推迟到 9 月下，计划 Q4 销售

数据来源：隆众 中信期货研究所

其次是存量供应方面。8 月烯烃估值持续修复，叠加油品利润修复和需求的复苏，聚烯烃存量供应也随之恢复。截至 9 月 22 日，PE 开工已回升到 88% 的水平，PP 开工仍处于 84% 相对偏低的水平，不过 9 月下旬将加速恢复，而正常 PE 和 PP 的开工水平都在 90-95% 区间水平，因此整体存量供应开工提升的空间已相对有限，存量弹性压力逐步有限。

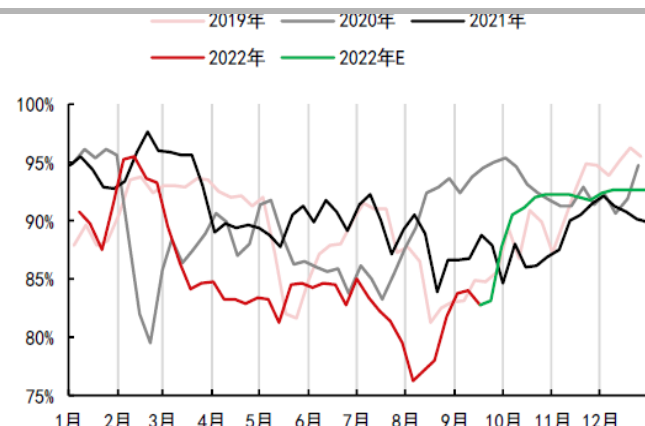
不过结构性的压力有积累预期，当前 LLDPE 和 PP 拉丝的生产比例仍处于偏低水平，且四季度存在季节性回升预期，当然可调整的空间也不大，只是会有一些边际压力，如下图所示。

图表 7：PE 周度开工预期



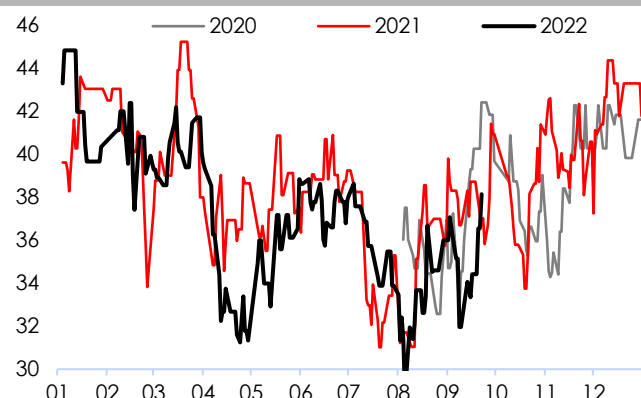
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 8：PP 周度开工预期



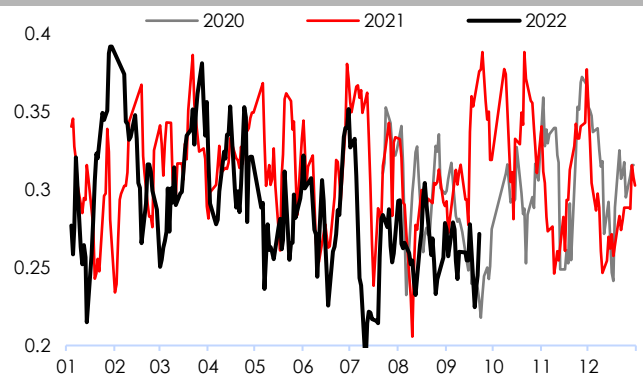
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 9：标品 LLDPE 生产比例



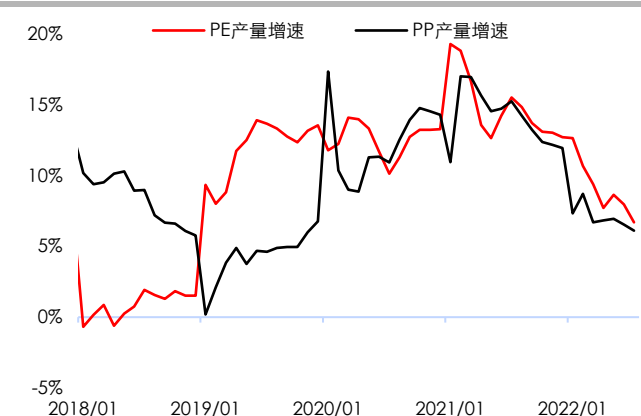
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 10：PP 拉丝生产比例



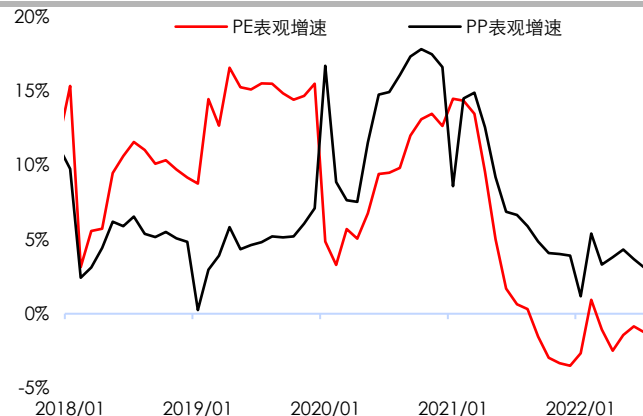
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 11：PE 和 PP 产量增速对比



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 12：PE 和 PP 表观供应增速对比

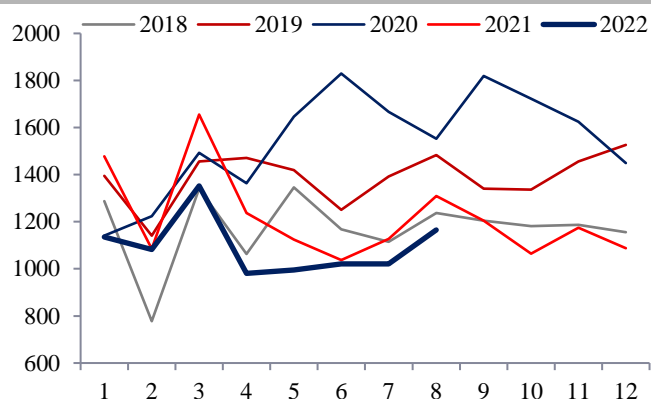


资料来源：wind 中信期货研究所

最后是净进口方面，三季度以来聚烯烃净进口逐步回升，截至 8 月，我国 PE 的进出口量分别为 116.5 和 5.7 万吨，净进口为 110.8 万吨，而 PP 进口和出口量分别为 35 万吨和 7.45 万吨，净进口为 27.55 万吨，目前已几乎到了正常水平。不过考虑到海外需求持续疲软，且如果供应恢复以及新产能兑现的话，净进口仍有回升预期，且 8 月以来，进口利润窗口已有打开，出口窗口也关闭，因此边际上仍有增加预期。如下图所示：

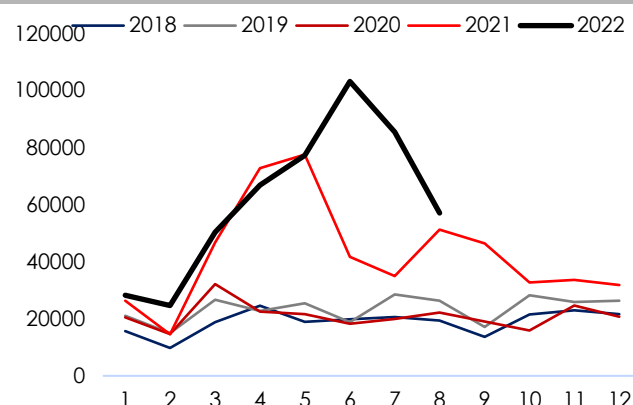


图表 13: PE 进口季节性（千吨）



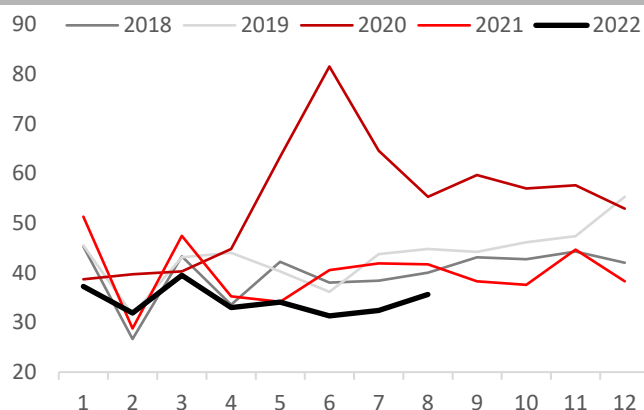
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 14: PE 出口季节性（吨）



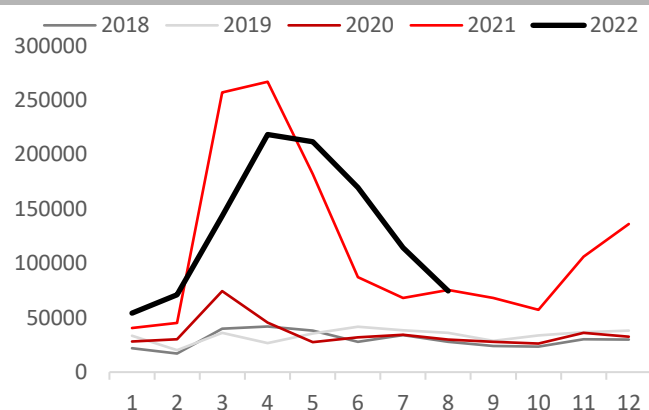
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 15: PP 进口季节性（万吨）



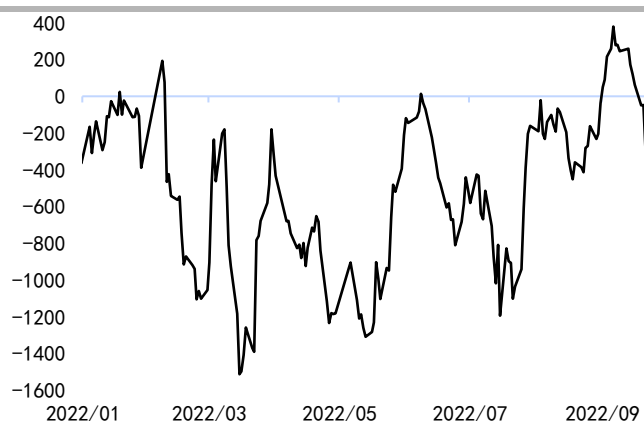
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 16: PP 出口季节性



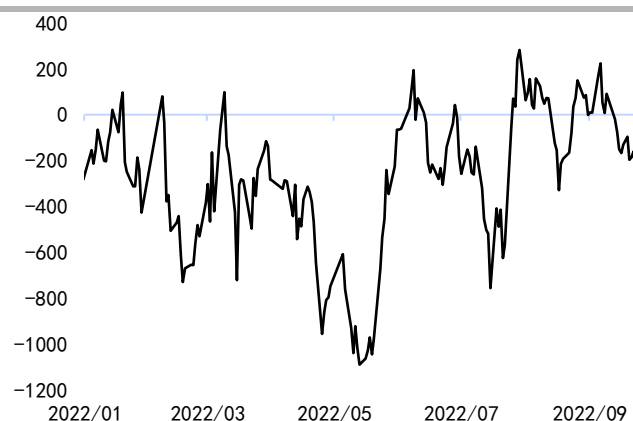
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 17: PE 进口利润



资料来源: wind 中信期货研究所

图表 18: PP 进口利润



资料来源: wind 中信期货研究所

综上所述，四季度如果弱需求和低估值状态持续的话，国内聚烯烃三大供应弹性释放仍会逐步低于预期，潜在的压力会有延后释放，近端压力会减弱，反而提供一定向上修复估值的弹性。



### 三、需求预期承压，但需关注需求弹性和宏观政策风险

三季度聚烯烃内需恢复有所体现，但更多是环比回升，同比改善不明显，三季度难言需求支撑。四季度去看，内需大概率难看到起色，且悲观心态下，下游原料和成品库存去化仍在延续，但这也积累了更多的需求弹性，减弱下游压力。另外外需压力可能持续，且加息或延续，海外衰退压力渐增，届时将对国内需求产生拖累。

首先看一下聚烯烃的需求结构，PE 里面有 55%左右是薄膜需求，绝大部分是 LLD，包括包装膜、购物袋和农膜，其次是 HD 非薄膜下游需求，占比 40%，这里面主要是管材、中空，管材主要是市政给排水，燃料管和农用管，中空主要是日用品瓶子，医药瓶子，工业和油桶等，剩下就是注塑、拉丝和电线电缆了，整体去看日用品这块占比预估 20%左右，基建占比 15%左右。PP 需求较为分散，大类上分为均聚 PP 和共聚 PP，占比 70%和 30%，均聚中拉丝 PP 主要是塑编和 BOPP，分别占比 37%和 6%；其他我不展开，从大类去看，塑编、BOPP、中融纤维、透明料等包装类需求占比 45%，其次是均聚注塑、薄壁注塑、高熔纤维、中高熔共聚等日用品占比 30%，剩下 5%左右属于基建。从需求结构去看，今年稳增长政策主要是正对基建、出口、消费乃至房地产，对聚烯烃有不同程度的影响，消费两者都是大头，其次是日用品，但基建略有不同，HD 占比偏大，另外就是房地产这块，对 PP 的影响偏大。如下图所示：

图表 19：PE 需求分类

	品类	需求细项	比例	分类
LLDPE		农膜	12%	农业
		包装膜（缠绕膜+收缩膜）	30%	物流消费
LDPE		包装膜、重包膜、涂覆	9%	物流消费
		电线电缆	3%	基建
HDPE	管材	市政给排水管道、油气管道、农用管道	14%	基建
	中空	工业和机油桶、医药和化妆品瓶	13%	工业+日常消费
	注塑	托盘、周装箱、塑料花、水果网套、啤酒箱	7%	物流+日常消费
	薄膜	购物袋、包装膜	6%	日常消费
	拉丝	渔网、绳索、草坪、篷布、捆扎带	6%	日常消费

数据来源：中信期货研究所

图表 20：PP 需求分类

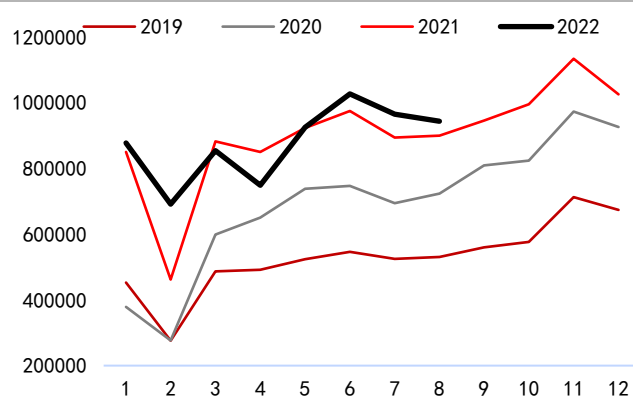
	品类	需求细项	比例	分类
均聚 PP	拉丝 PP	（水泥、化肥、粮食）塑编袋	32%	消费+地产
	BOPP、CPP	食品和服装包装、印刷	10%	日常消费
	中融纤维	包装袋	5%	物流消费
	注塑	日用品、瓶子、垃圾桶	9%	日常消费
	薄壁注塑	快餐盒	6%	外卖消费
	高熔纤维	口罩、纸尿裤	8%	疫情+日常消费
共聚 PP	低熔共聚	电力电缆保护管、化工桶	12%	基建
	中融共聚	玩具	4%	儿童消费
	高熔共聚	洗衣机、电冰箱、汽车	8%	耐用品消费
	透明料	注射器、饮料杯、食品包装	3%	医用+日常消费
	管材	PPR 热水管	3%	地产后端

数据来源：中信期货研究所

从上面 PE 和 PP 的消费结构去看，标品消费更多是日常消费占大部分，而非标消费里面会有一些差异，比如基建类，PE 占到 17%，PP 占比 10%左右，且地产方面的话，PE 是很少的，PP 的管材和水泥包装上占比或有 15%左右。之所以分析这个是因为我们今年的稳增长政策主要从基建、出口、消费和地产四个方向去发力，但对 PE 和 PP 的影响略有一些差异。

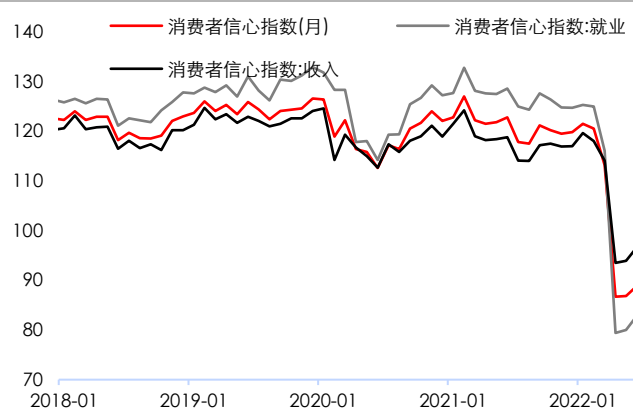
其次我们看一下三季度消费恢复的情况，聚烯烃的消费主要在物流包装和日常品消费上。快递数据上去看，月度 6-8 月的快递业务量已恢复到了正增长，日度的快递揽收量 9 月环比 8 月进一步回升；另外日常消费去看，从消费者信心指数，失业率以及零售总额三个指标去看，也都出现了修复性好转，我们认为四季度消费仍有望逐步回升，环比支撑可能延续，如下图所示：

图表 21：快递业务量季节性和同比都在恢复



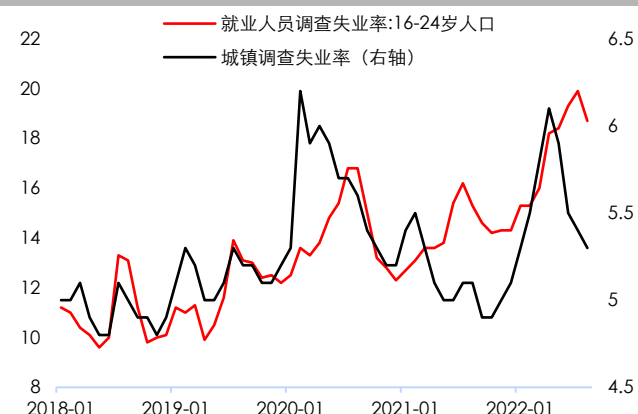
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 22：中国消费者信心指数小幅修复



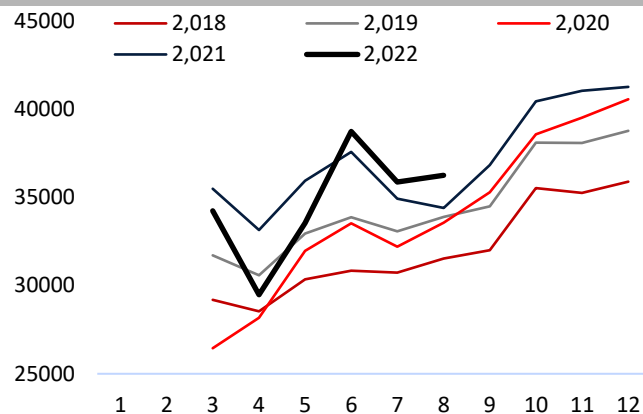
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 23：我国 7-8 月失业率也已出现了拐点



资料来源：wind 中信期货研究所

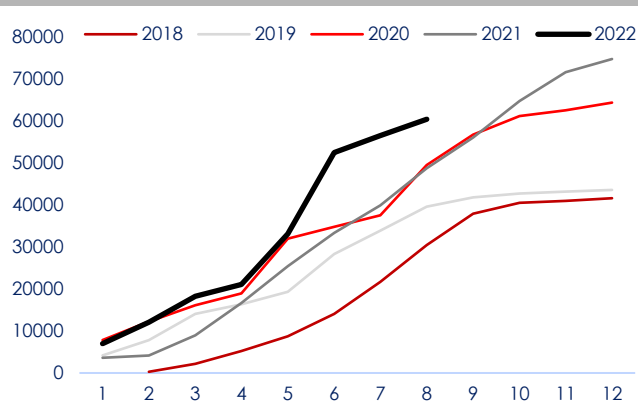
图表 24：社销品零售总额 6 月后也恢复到了正增长



资料来源：wind 中信期货研究所

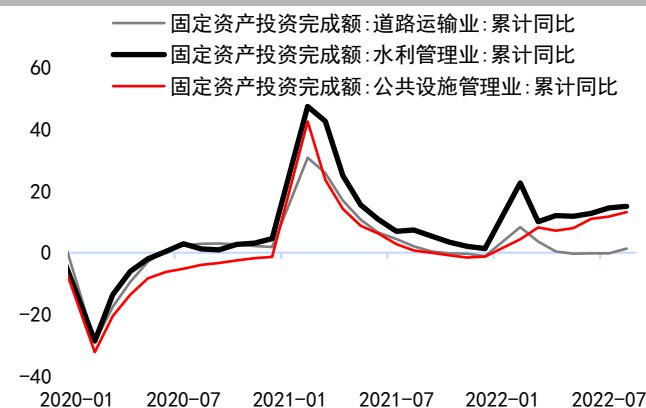
另外就是基建和地产去看，基建和地产对于聚烯烃的影响是间接传导的，在某些程度上也会影响消费的变化，但产生的直接影响是相对有限的。基建去看，水利和公共设施的投入比例较高，后面可能会给 HD 的相关管道需求带来支撑，且从三季度 HD 管材的微观感受去看，也是 HD 管材的需求相对偏乐观；虽然今年地产较为悲观，但在保交楼等政策的托底支撑下，也难言进一步的悲观，因此基建和地产的需求虽然缺乏强支撑，但也没有更大的压力，如下图所示：

图表 25：政府专项债



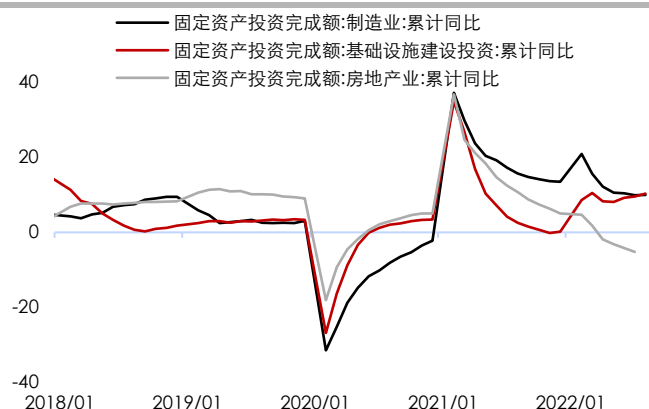
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 26：固定资产投资分项同比



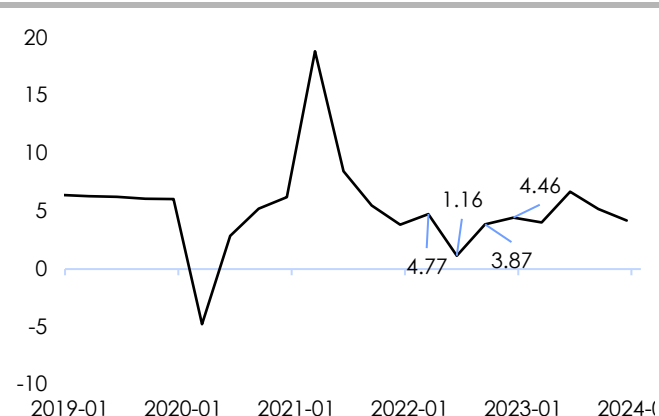
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 27：固定资产投资侧重基建和制造业



资料来源: wind 中信期货研究所

图表 28：中国 GDP 一致预测：当季同比逐步回升



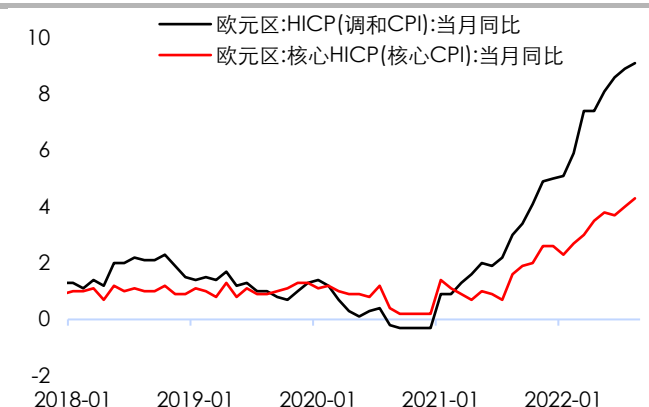
资料来源: wind 中信期货研究所

不过四季度外需压力仍存，在欧美高通胀压力下，欧美加息周期仍在延续，已经给海外需求带来了持续的压制，也给油价和欧美化工品价格带来下行压力，我们认为四季度该压力有望延续。

最直接的影响就是聚烯烃净进口或将持续回升，尤其是 8 月以来欧美价格相对亚洲地区价格持续回落后，出口积极性明显减弱，中东和北美聚烯烃出口国增加了对亚洲区域的报盘，进而逐步形成压力传导。

另外就是终端需求的压力，我们看到 8 月下游产品出口订单下降，我们看到 8 月我国塑料制品出口金额不论是数量还是增速都是下降的，如下图所示：

图表 29：欧洲通胀压力升高



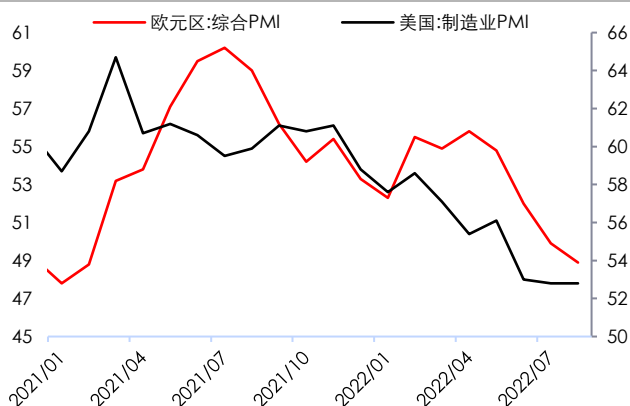
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 30：美国:10 年期盈亏平衡通胀率仍处高位



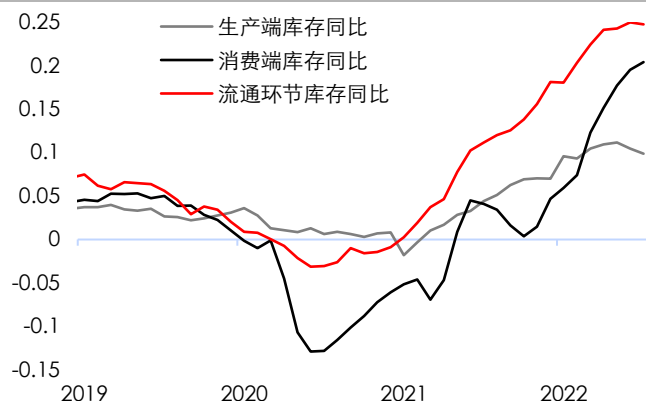
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 31：欧美 PMI 指数下行，但仍在 50 以上



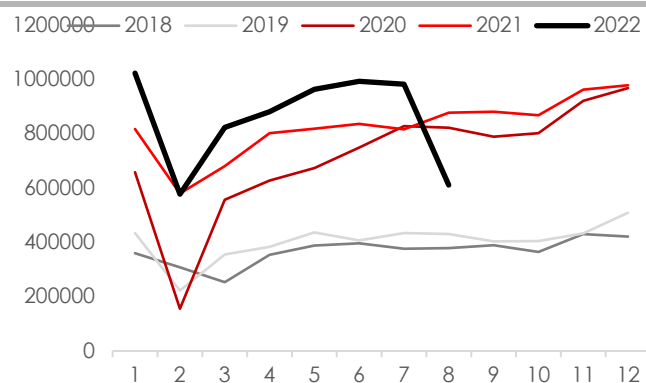
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 32：美国补库周期高位，且拐点初现



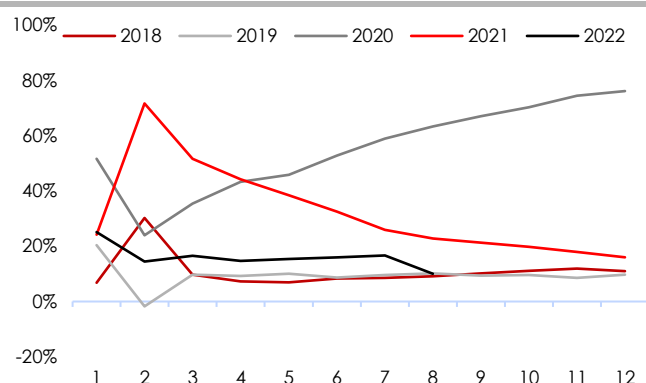
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 33：塑料制品出口金额季节性



资料来源：卓创 中信期货研究所

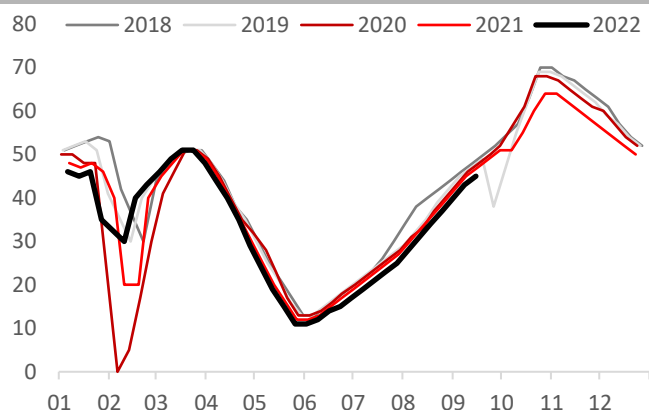
图表 34：塑料制品出口额增速季节性



资料来源：卓创 中信期货研究所

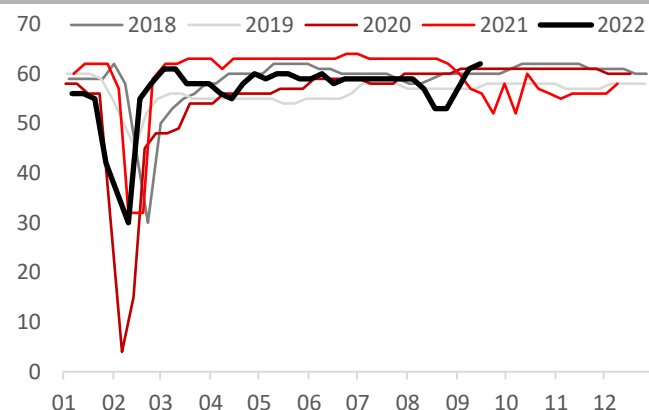
第二从聚烯烃直接下游去看：8 月受到限电影响，下游开工挖了一个坑，但 9 月后基本上已修复正常，同比弹性弹性主要是要开工恢复到正常水平，还是需要终端需求和疫情管控进一步放开，否则同比仍难看到明显恢复。另外从季节性去看，四季度需求旺季主要是 10 月，11 月后环比将有下滑，需求支撑或逐步下降。如下图所示：

图表 35: PE 农膜周度开工稳中回升



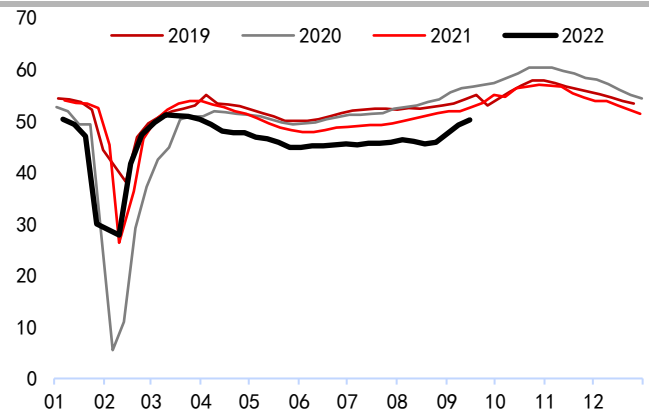
资料来源: 卓创 中信期货研究所

图表 36: PE 包装膜开工率



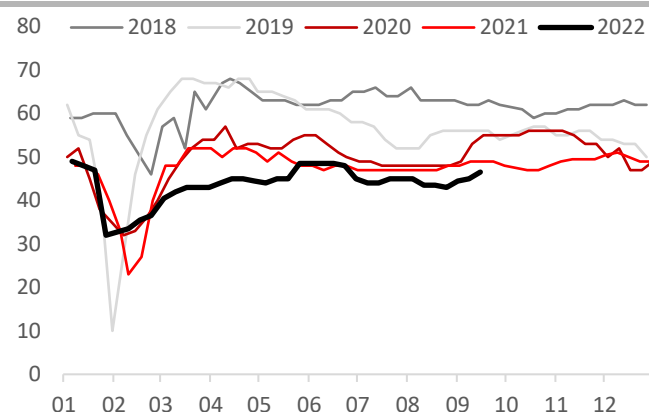
资料来源: 卓创 中信期货研究所

图表 37: PE 下游开工率



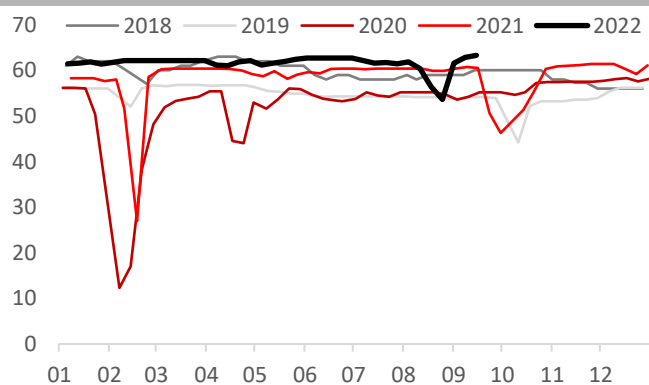
资料来源: 卓创 中信期货研究所

图表 38: PP 塑编开工率



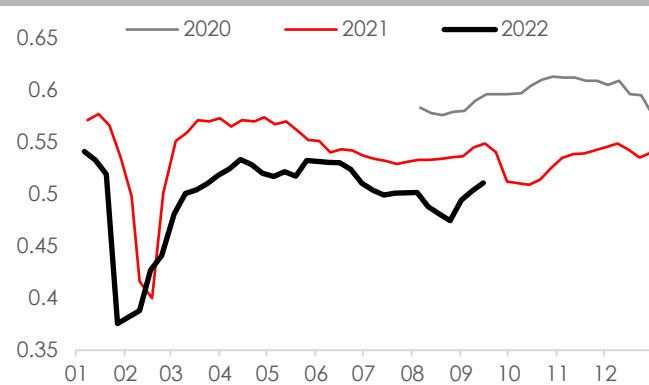
资料来源: 隆众 中信期货研究所

图表 39: BOPP 开工率



资料来源: 隆众 中信期货研究所

图表 40: PP 整体下游开工率



资料来源: 隆众 中信期货研究所

另外库存行为是聚烯烃需求很重要的一个方面, 今年疫情以来, 烯烃产业链整体是主动去库, 直到目前还没有看到明显的拐点, 补库也只有季节性行为, 没有看到库存周期的迹象, 那四季度有没有可能会发生变化了? 虽然我们认为持续

的补库周期可能看不到，但阶段性补库的刺激因素我们觉得可以去跟踪，可能四季度会带来一些价格的波动，毕竟可跟踪的库存水平都是处于同期偏低的位置了。我们认为可以从以下几个方面去跟踪：

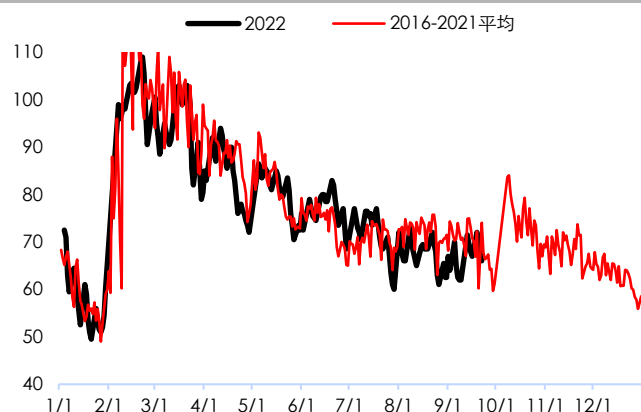
首先是绝对的库存水平，这个条件差不多可以满足，全产业链库存都处于正常偏低水平，尤其是下游而言，整体库存低于往年同期；

其次是四季度存在累库预期，但 01 合约存在负基差或者弱基差的可能性，届时可能刺激贸易商卖出保值，进而不断锁定库存，达到一个补库的状态；

第三就是要靠二十大之后是否会有宏观刺激的政策能够改变需求的悲观预期，如果出现，可能会刺激产业链的补库行为，至少要补充到正常水平。

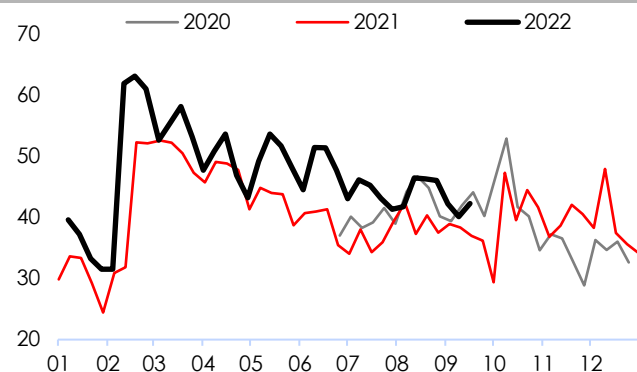
我们认为这些因素需要去关注。不过从长周期和季节性库存规律去看，趋势性去库可能还没有结束，正常是 3-5 年时间，且农历年底（1 月下旬）都有清库存需求，但四季度阶段性补库可能性也不能排除。如下图所示：

图表 41：聚烯烃石化库存



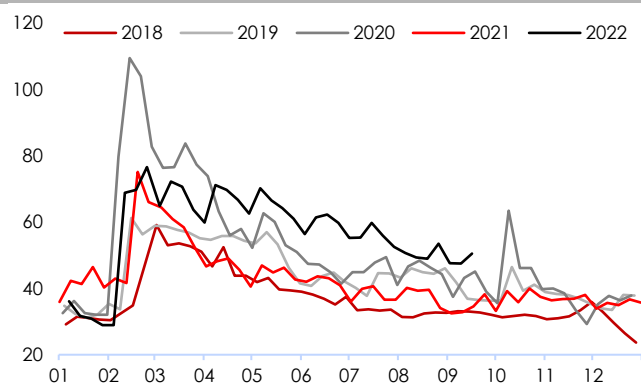
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 42：PE 社会库存



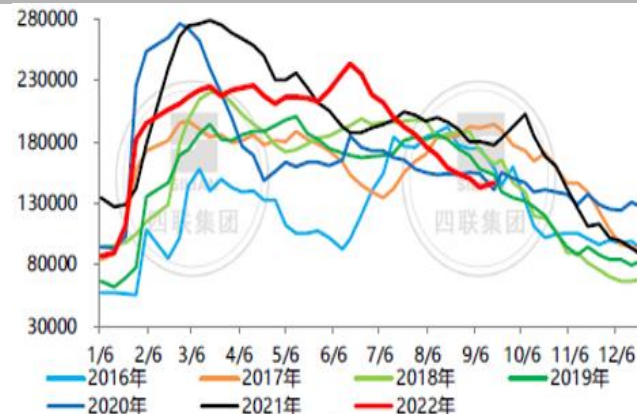
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 43：PP 社会库存



资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 44：LLDPE 社会库存



资料来源：四联 中信期货研究所



图表 45: PP 下游原料库存天数



资料来源：四联 中信期货研究所

图表 46: PE 下游原料库存天数



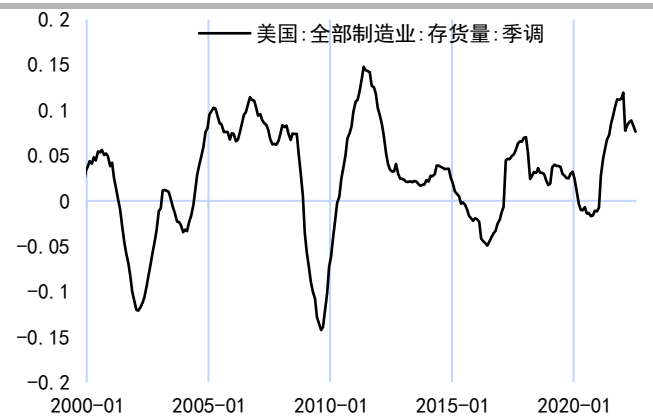
资料来源：四联 中信期货研究所

图表 47: 国内工业品库存周期



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 48: 美国工业品库存周期



资料来源：wind 中信期货研究所

综上所述，基准预期下，我们认为 10 月出现库存拐点，累库压力逐月增加，尤其是 PP，自身估值压缩可能出现，但我们认为已在 01 合约上得到一些体现，未来或更多交易预期兑现或者修正，而修正的点主要在于原油和国内宏观。因欧美经济衰退引发油品需求下滑，而供应稳中回升，四季度油价或偏承压，且国内宏观政策仍是防风险为主，旺季都未看到需求明显改善，不排除四季度需求证伪可能，因此预计国内宏观和原油大概率偏弱，届时或与供需面形成共振下跌。但也不排除四季度国内政策力度超预期以及极寒天气引发全球能源危机带来向上的驱动风险，存在一些不确定性，需要防范。

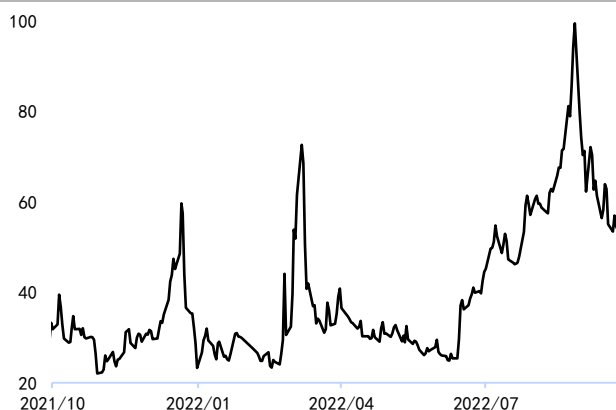
## 四、自身可压缩估值有限，仍要关注供应减量和需求弹性释放风险

全球聚烯烃原料去看，包括原油、煤炭和轻烃。2022 年产能过剩周期下，原料竞争格局加剧。

三季度我们看到的是国内化工煤价格持续反弹，主要源于电厂持续补库，抢占了化工煤资源，导致供不应求，但从另外一个角度是提前应对能源危机，在一定程度上透支了冬季的需求，增加了一定风险；另外也看到了天然气持续累库，欧美天然气价格也高位回落，但天然气储备条件限制，如果寒冬预期兑现，天然气紧张格局可能延续，但如果不及预期，价格也有回落风险，毕竟已经提前在应对了；而原油主要是受制于通胀压力，经济下行压力增加，价格表现偏弱，本身供需弱势可能延续到四季度，但边际上还是要看高价天然气刺激原油的替代，但整体大概率仍是天然气最强，其次是乙烷，随后是煤炭，丙烷，最弱可能还是原油。

分析这个的目的还是烯烃这么多供应，谁最有可能是边际替代，乙烯这边可能是乙烷裂解，丙烯这边可能是 MTO 和 PDH，虽然煤炭价格偏高，但 CT0 的煤炭成本是要低于市场煤成本的，因此难减产，而油化工因其一体化以及成品油优势，韧性也相对偏强，因此我们需要关注的边际就 MTO 和轻烃产能。如下图所示：

图表 49：欧洲天然气价格走势



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 50：美国天然气和乙烷价格走势



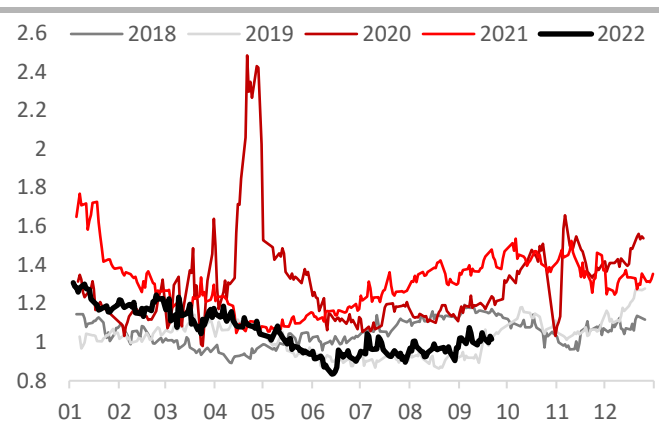
资料来源：彭博 中信期货研究所

图表 51：国内块煤价格走势



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 52：丙烷与原油比价走势



资料来源：彭博 中信期货研究所

图表 53：国内油制烯烃估值修复至平衡附近



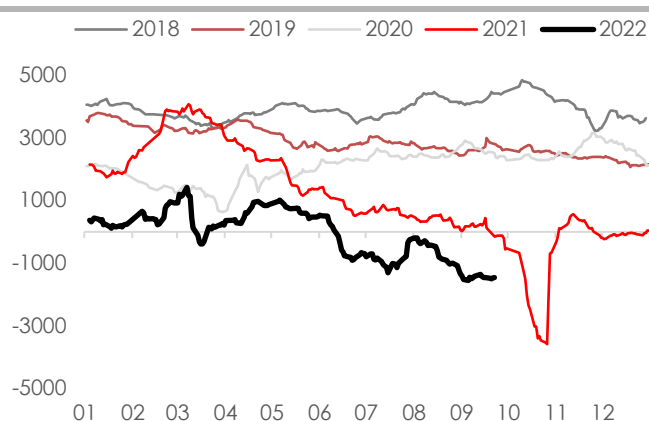
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 54：进口美国乙烷裂解加工费也回到 0 附近



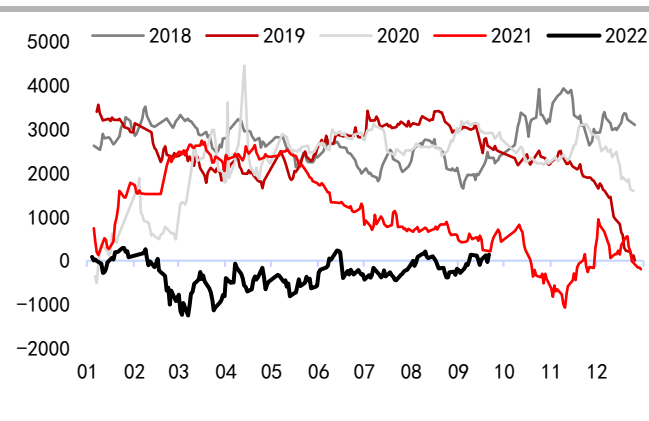
资料来源：彭博 中信期货研究所

图表 55：强势化工煤使得 CT0 理论亏损持续增大



资料来源：煤炭资源网 中信期货研究所

图表 56：华东 PDH 利润也开始出现

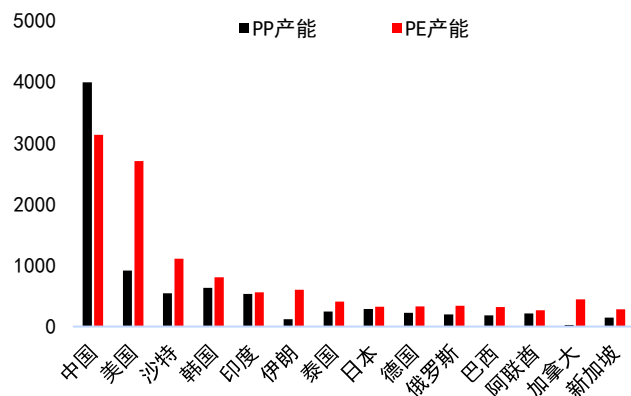


资料来源：wind 中信期货研究所

另外海外聚烯烃相对估值也不高，海外聚烯烃主要是石脑油裂解和轻烃裂解，而且轻质化程度在不断抬升，其中石脑油裂解集中在亚洲和欧洲地区，美国和中

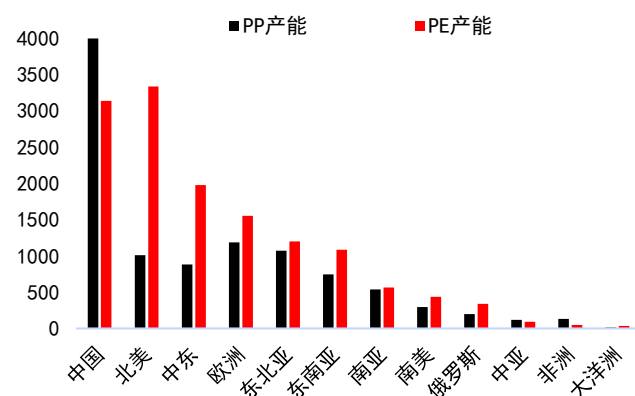
东主要是轻烃裂解，轻烃裂解相对更加有成本优势，轻烃裂解里面中东沙特优势要大于美国，乙烷资源相对集中一些，成本全球最低。如下图所示：

图表 57：聚烯烃产能按国别进行排序



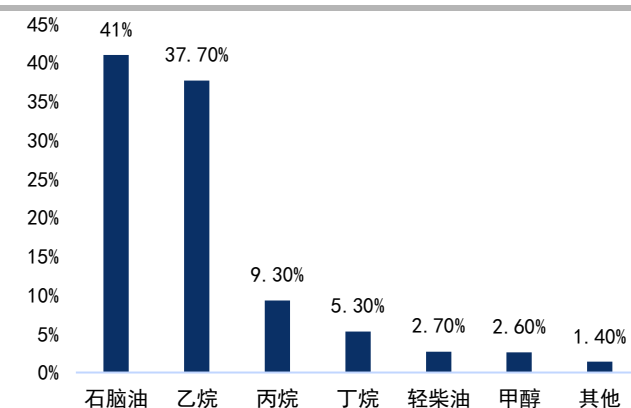
资料来源：煤炭资源网 中信期货研究所

图表 58：聚烯烃产能按区域进行分类



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 59：全球乙烯原料格局



资料来源：煤炭资源网 中信期货研究所

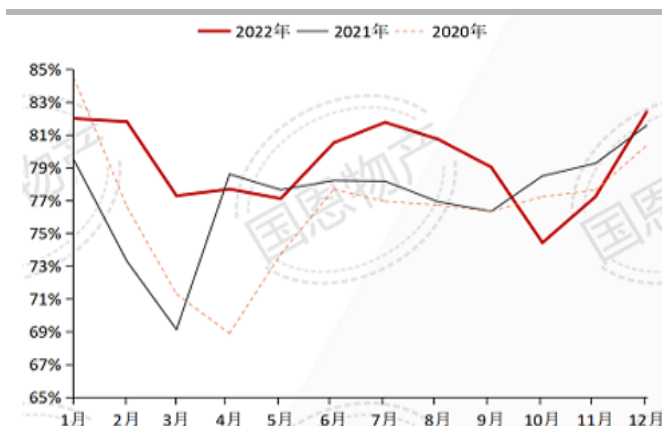
图表 60：美国本土乙烷裂解利润大幅下降



资料来源：wind 中信期货研究所

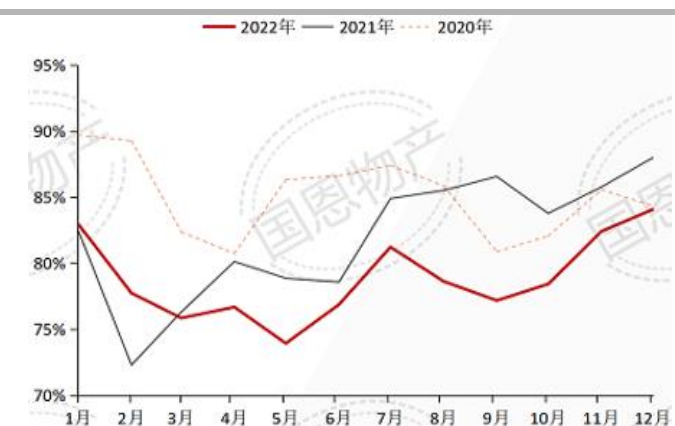
而从目前海外的供应情况去看，9 月以来检修明显增多，PE 这边检修高峰期在 10 月，PP9-10 月也处于相对低位，整体 11-12 月海外供应才重回充裕。一方面是需求转弱的原因，另一方面也有利润问题，因此可以说海外烯烃相对估值可能更加低于国内，毕竟海外通胀问题，使得整体成本要高于国内，这些可能会给海外价格带来一些边际支撑。这无疑也会减弱对国内压力的传导，如果海外能源危机出现，轻烃类成本进一步抬升，届时大概率会减弱海外对国内的冲击，同时刺激国内的出口，毕竟国内有成本优势，进而限制国内烯烃价格的进一步下滑。如下图所示：

图表 61：海外 PE 开工率



资料来源：国恩物产 中信期货研究所

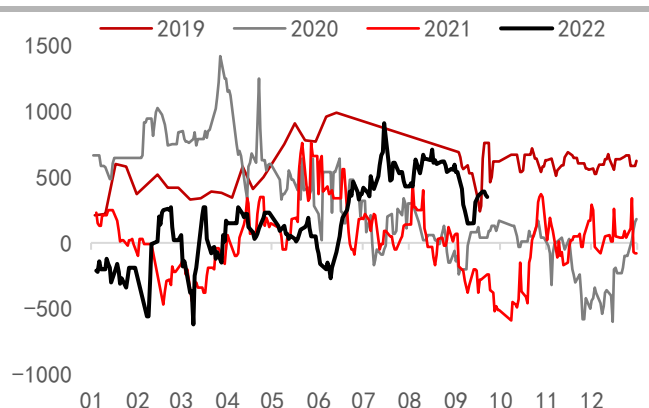
图表 62：海外 PP 开工率



资料来源：国恩物产 中信期货研究所

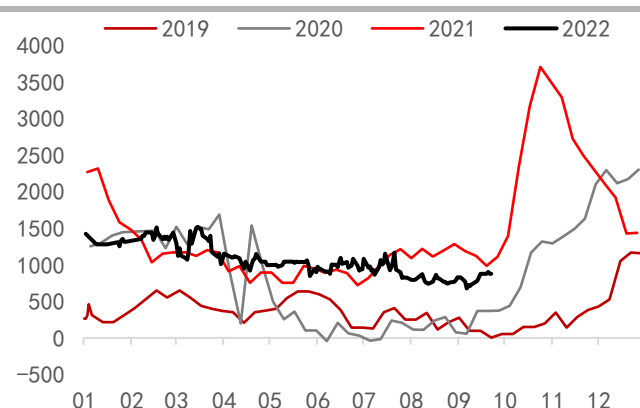
另外就是需求弹性问题，今年持续处于主动去库周期，且从库存周期和库存水平去看，确实看不到持续补库的趋势。但仍不能忽视该风险，前面已经说明了，聚烯烃下游原料和产品库存都处于同期偏低水平，而如果四季度聚烯烃价格持续下跌，而需求可能波动不大，这个时候下游的利润逐步修复的话，叠加二十大后是否有超预期的政策，至少从需求角度也会限制聚烯烃的持续下跌空间，增加了向上的弹性。如下图所示：

图表 63：PE 农膜利润



资料来源：国恩物产 中信期货研究所

图表 64：华东 BOPP 膜利润



资料来源：wind 中信期货研究所

## 五、供需承压但估值不高，聚烯烃或底部运行

10 月后聚烯烃大概率逐步累库，价格或偏承压，估值也将被压缩，但因 9-10 月海外集中检修，国内供应弹性释放延后，且内需稳中回升，过剩压力逐步减弱。且低估值下也不利于供需矛盾持续积累，因此四季度国内宏观政策和原油的扰动会给单边价格带来较大扰动。若如我们预期与供需共振下行的话，价格下跌或较为流畅，幅度会偏大；但若超预期好转，比如四季度能源危机再现，国内宏观政策力度加大从而改善下游悲观预期，价格也会再反弹。因此我们认为四季度聚烯烃震荡磨底概率较大，不过度看空，向上弹性或逐步积累，预计 L2301 运行区间为 7600-8400，PP2301 区间为 7400-8300。我们预估的供需平衡如下：

图表 65：LLDPE2022 年度下半年供需平衡预估

时间	LL 净进口量	LL 产量	表观供应	国内消费	LL 供需差
2022/01	37	106	143	138	5
2022/02	34	94	128	119	9
2022/03	43	102	145	135	10
2022/04	33	84	117	115	2
2022/05	30	88	118	116	2
2022/06	26	91	117	120	-3
2022/07	32	94	126	126	0
2022/08	34	88	122	126	-4
2022/09E	36	89	125	130	-5
2022/10E	38	95	133	130	3
2022/11E	40	97	137	132	5
2022/12E	41	100	141	135	6

数据来源：中信期货研究所

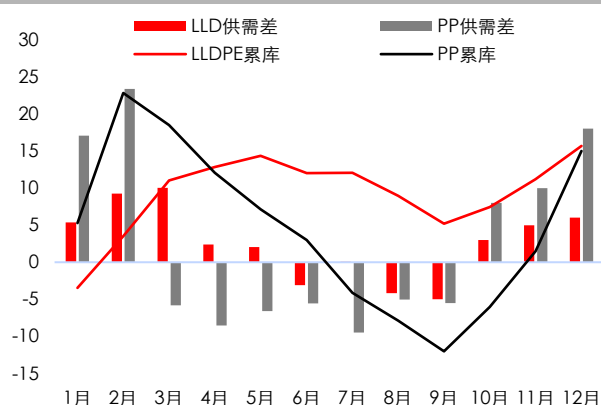


图表 66：PP2022 年度下半年供需平衡预估

时间	PP 净进口量	PP 产量	PP 粉产量	表观供应	国内消费	PP 供需差
2022/01	32	254	29.26	315	298	17
2022/02	25	245	23.57	293	270	23
2022/03	25	246	23.06	294	300	-6
2022/04	11	234	21.35	266	275	-9
2022/05	13	245	21.52	279	286	-7
2022/06	14	242	25.11	281	287	-6
2022/07	21	243	26.52	291	300	-9
2022/08	28	232	26.81	287	292	-5
2022/09E	33	238	27.5	299	304	-6
2022/10E	36	249	28	313	305	8
2022/11E	39	258	29	326	316	10
2022/12E	38	270	28	336	318	18

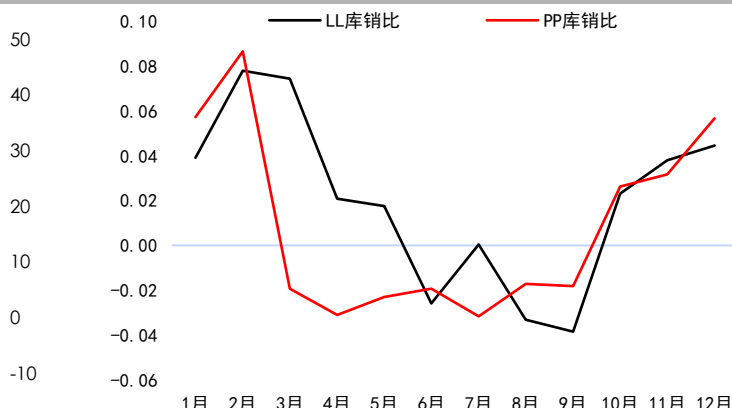
数据来源：中信期货研究所

图表 67：LL 和 PP 供需差对比



资料来源：中信期货研究所

图表 68：LL 和 PP 库销比对比



资料来源：中信期货研究所

以上是我们对下半年聚烯烃供需平衡的预期，整体去看，四季度基准情形下仍是累库为主，其中 PP 的累库幅度要大于 LLDPE 的，不过从库销比去看，差异并不是很大，PP 稍微偏高一些。不过影响平衡表的因素可能对行情的影响更加重要，可能是四季度行情交易的主线。对于供应而言，更多还是估值端的影响，能源危机会不会再现，能源价格跌的空间还大不大，甚至会不会反弹，这个会对聚烯烃的供应端产生影响，不论是国内还是国外都会有影响；对于需求而言，更重要的是宏观预期，国内宏观政策能否超预期，国内需求预期会不会有所改观，海外衰退会带来多大的需求减量。我们认为仍需要重点关注。

另外策略方面，我们重点关注 L-P 和 PP-3\*MA 价差两个。



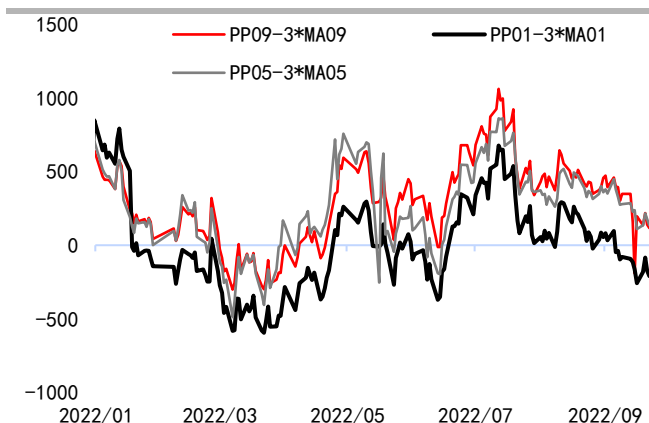
L-P 方面，我们仍倾向于扩大，扩大的核心主要是供应端的差异，需求大环境下，很难带来明显差异，而供应端的差异主要是存量供应和增量供应商，存量供应上 10 月份 PP 的供应弹性大于 PE，增量供应上，海南和广东的装置推迟到 12 月底的话，那 PE 四季度就没有新产能了，主要靠北美了，但 PP 的部分新产能还是能够部分兑现的，且海外产能集中在亚洲区域，因此我们认为 PP 的压力要大于 PE，这个在平衡表上已有体现。

PP-3\*MA 方面，我们仍倾向于偏缩窄，不过 10 月份有修复可能，主要是甲醇的供应压力会有一定增加，包括国内开工和新产能兑现，进口也会有小幅增加，而需求已缺乏弹性，甚至不排除因亏损而降负或者减产可能，这无疑是有利于 MT0 利润修复的，但整个四季度去看的话，甲醇基本面仍要好于 PP，且四季度伊朗和国内的甲醇都面临天然气的问题，且 01 合约的甲醇本来就是一个多头合约，因此大概率 MT0 利润是要持续被压缩的，至于可以压缩到什么程度，就要看 MT0 的扛亏能力了。

风险提示：油强煤弱、需求回升超预期

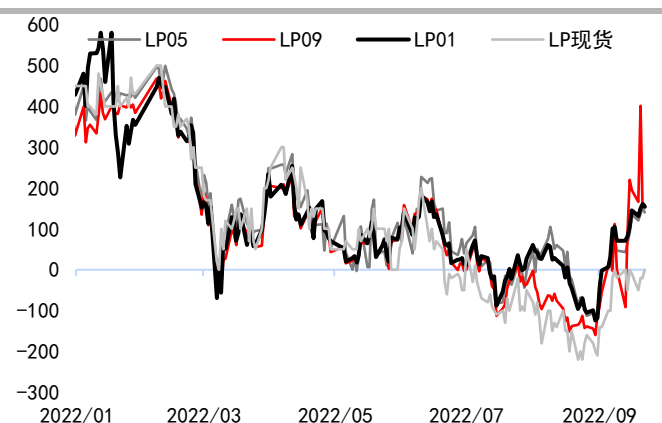
如下图所示：

图表 69：PP-3\*MA 各合约价差



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 70：L-P 各合约价差



资料来源：wind 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>