

估值和需求主导，聚烯烃或重心下移

报告要点

下半年聚烯烃供应增速逐步回升，而三季度内需或逐步恢复，但外需可能逐步转弱并逐步传导到国内，因此供需驱动上或先强后弱，这里核心驱动主要是需求。而决定聚烯烃价格波动空间的主要是估值端，也就是能源价格，下半年能源重心有下移可能，届时聚烯烃下方空间或逐步打开，整体重心或逐步下移。

摘要：

下半年供应压力将逐步增加，内外压力都有释放，更多是 PP

下半年聚烯烃产能仍有望继续释放，国内 PE 有 290 万吨，PP 高达 495 万吨，整体压力不容忽视，但有两个特点：第一就是压力更多在非标和高端料上，第二是节奏上更多体现在 01 合约上，尤其是 PP。另外就是上半年聚烯烃全面亏损导致整体开工处于偏低水平，且随着海外需求增速下滑以及海外产能释放，净进口将逐步回升，存量供应存一定弹性。因此下半年估值修复后存量和增量存供应弹性，越往后压力越大。

下半年内需存支撑，外需压力逐步增加，关注压力传导，但节奏存不确定性

国内二季度需求整体受到疫情压制，6 月解封后也处于企稳中，但仍未看到回升迹象，因此认为 7 月后需求仍有逐步回升可能，其中包括终端需求恢复以及下游偏低原料库存的补库。如果三季度稳增长政策持续释放利好叠加弱基差不排除阶段性出现套保正反馈，弹性需求可能释放出来，但这个目前还只是预期，强度和节奏存不确定性；而外需可能逐步承压，欧美高通胀若持续，欧美以加息和缩表对海外经济带来持续压力，下半年可能传导到国内，但节奏也存不确定性，整体需求或先强后弱。

下半年如果轻烃和煤炭表现强于原油，边际供应可能切换到轻烃裂解和 MTO 上

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。下半年能源强弱格局可能会有切换，天然气等轻烃原料会偏强，煤炭也进入旺季，且海外煤炭跟天然气存替代，而原油基于本身的金融属性压力以及供需边际走弱，价格表现或相对偏弱，下半年聚烯烃高成本边际供应可能会有所切换，乙烷裂解、PDH 和 MTO 的边际影响力度可能会增加。

估值和需求主导，供应压力渐增，聚烯烃重心或渐下移

估值对下半年聚烯烃行情影响仍较大，决定波动空间大小，当然也将引导预期，核心是原油。而供需面去看，聚烯烃供应端相对确定，逐步增加，但需求扰动会比较大，也存不确定性。上半年内需比较弱，下半年存恢复提振预期，包括现实和预期的引导，只是经济何时企稳存不确定性；上半年外需有韧性，但预期偏悲观，下半年海外通胀和经济衰退之间存博弈，整体表现承压，压力何时传导国内也存不确定性。整体认为下半年估值和需求主导行情节奏，预期先扬后抑，重心下移。

趋势策略：先扬后抑，重心渐下移，L 或 8000-9100, PP 或 7900-9000 附近。

风险要素：全球需求超预期偏好，能源价格维持高位

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



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

目录

摘要：	1
一、上半年区间震荡，核心在原油和疫情的扰动	3
二、下半年供应压力渐增，重点关注四季度	4
三、内外需求节奏影响都较大，我们偏谨慎乐观	8
四、低估值或维持，关注对聚烯烃边际供应的影响	16
五、估值和需求主导，供应压力渐增，聚烯烃重心或渐下移	18
免责声明	21

一、上半年区间震荡，核心在原油和疫情的扰动

一季度聚烯烃整体供需矛盾不大，但受到原油价格持续抬升而震荡反弹，不过春节前需求未能跟上，价格再次回落。但春节期间原油继续大涨，叠加俄乌冲突对通胀预期的影响，节后聚烯烃价格大幅反弹，创下了今年历史最高。

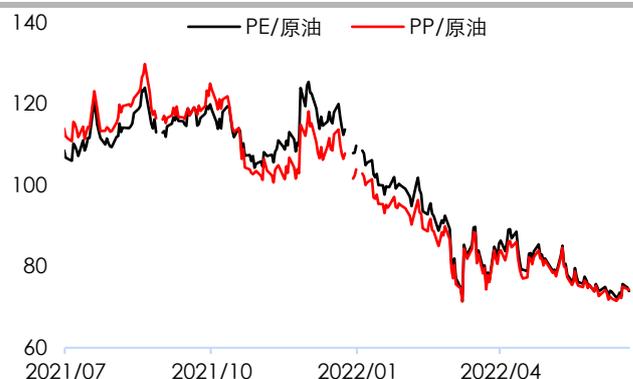
但二季度价格重心重新回落，背后主要是疫情的推动，导致国内需求大幅回落，而能源价格维持高位，价格回落导致估值支撑增强，石化提前检修，进而出现止跌，6月再次冲高回落主要源于预期和能源的波动。6月上海逐步解封，市场预期好转，叠加原油持续反弹，价格出现反弹，但解封后需求启动缓慢，叠加美联储加息引发悲观预期，导致价格快速回落，回到价格起点。如下图所示：

图表 1：聚烯烃现货基准价格走势对比



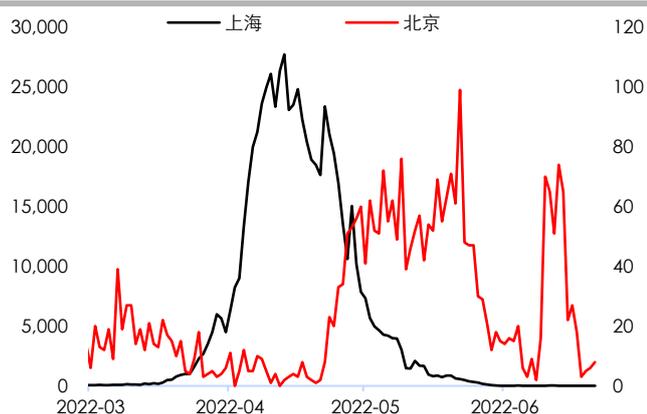
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 2：聚烯烃价格持续弱于原油



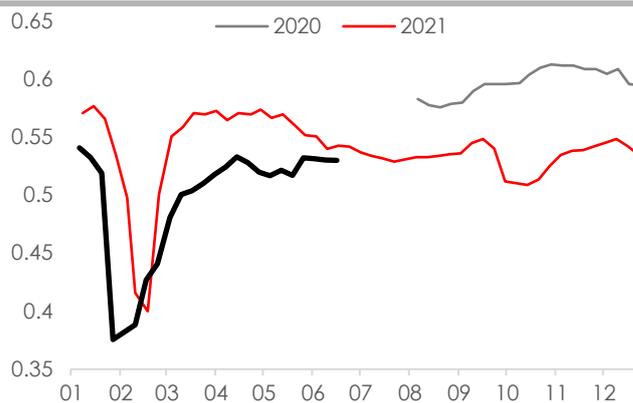
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 3：北京和上海新冠感染人数



资料来源：发改委 中信期货研究所

图表 4：3 月份后 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、下半年供应压力渐增，重点关注四季度

下半年聚烯烃供应压力或来自于三个方面：

首先是新产能释放，2022年是聚烯烃产能释放的高峰期，一季度大炼化释放部分产能后，由于疫情再次扰动，整体投产进度再次延后，但今年仍是产能高峰预期。据我们统计，国内PE待投产能有290万吨，PP则高达495万吨，整体压力不容忽视，不过下半年的产能存在两个特点：第一就是压力更多在非标和高端料上，第二是节奏上更多体现在01合约上，尤其是PP。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	LD/EVA	PP	投产计划	装置类型	原料来源
山东劲海化工		40			2022年8月	轻烃裂解	东明石化副产石脑油、抽余油 80+外购丙烷 20
福建古雷一期			30	35	2022年8月	石脑油裂解	80(乙烷、丙烷和轻石脑油)+60MTO
卫星连云港二期		40			2022年9月	乙烷裂解	乙烷
海南炼化二期	30	30		45	2022年9-10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11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8月	高端料	粉料
中海油宁波大榭				30	2022年8月	石脑油裂解	馏分油扩能项目
中景石化				60+60	2022年9月	PDH制BOPP	丙烷
巨正源二期				60+60	2022年12月	PDH	丙烷
齐鲁石化				25	2022年12月	高端料	丙烯
广西鸿谊新材料				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
东华茂名一期I				40	2022年11月	PDH	20万吨丙烯外售，20万吨液氨外售

数据来源：隆众、中信期货研究所

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	计划 6 月份投产，大概率会推迟
BAYPORT	HDPE	62.5	美国	4 月中旬已验收，计划 7 月份投产
印度 HPCL-Mittal	HDPE	85	印度	试车中，计划 7 月份正式投产
	LLDPE	40		试车中，计划 7 月份正式投产
SHELL	LLDPE	50	美国	试车中，计划 7 月中下旬投产
	HDPE	100		
Novy Urengoy GCC	LDPE	40	Russia	从 7 月份推迟到 10 月份
Dehdasht Petro	HDPE	30	伊朗	计划 2022 年 12 月投产
总计		432.5		
马石油 PRPC	PP	90	马来西亚	2022 年 7 月
泰国 HMC 聚合	PP	25	泰国	2022 年 7 月
英特管道	PP	52.5	加拿大	2022 年 7 月
HPCL 米塔尔能源	PP	50	印度	2022 年 8 月
Formosa (台塑)	PP	25	美国	2022 年年底
恒逸石化	PP	100	文莱	2022 年
总计		342.5		

数据来源：隆众 中信期货研究所

从我们收集到的装置情况去看，基本上是石脑油裂解和轻烃裂解，另外就是产业链延伸做高端料。其中一体化项目主要有福建古雷、海南炼化、广东石化、宁波大榭；轻烃裂解项目由连云港二期、巨正源和东华茂名一期；产业链延续到下游或者高端项目有中景石化、京博中聚、齐鲁石化、广西鸿谊。

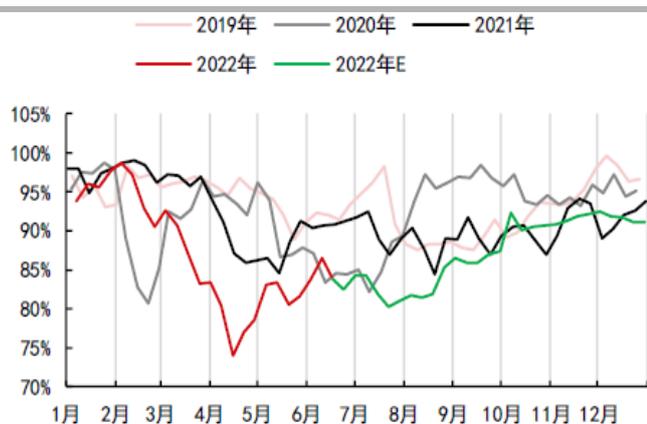
我们认为产业链延伸的装置对流通聚烯烃或没有直接影响，因此压力更多或来自于一体化和轻烃裂解项目上来。从这部分产能去看，PP 产能压力对拉丝来说并没有想象的那么大，不过整体压力还是要大于 PE。

不过海外产能去看，三季度计划投产的产能还是比较多的，但真正传导到国内还需要看未来进出口量和利润的变化，预计四季度较为明显，保持关注。

整体国内外供应压力仍有望逐步释放，且弹性偏大。

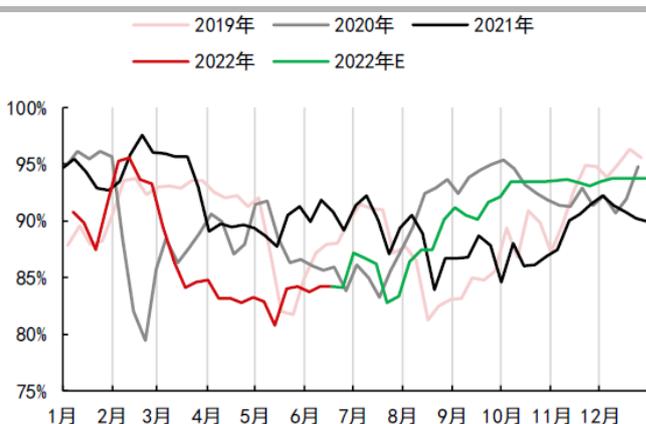
其次是存量供应方面。上半年聚烯烃全面亏损导致整体开工处于偏低水平，叠加 6 月中旬茂名和上海石化先后发生超预期故障，导致整体开工重新回到低位，因此存量供应端长期去看存在较大的弹性，潜在压力不言而喻。不过这部分弹性要释放出来需要需求和估值的配合，因此存量供应可以看成是潜在压力，或在一定程度上限制估值修复和价格反弹的空间。且从节奏上去看，三季度整体开工未见明显回升，9 月份逐步回到正常水平，四季度存量供应压力有限，如下图所示。

图表 7：PE 周度开工预期



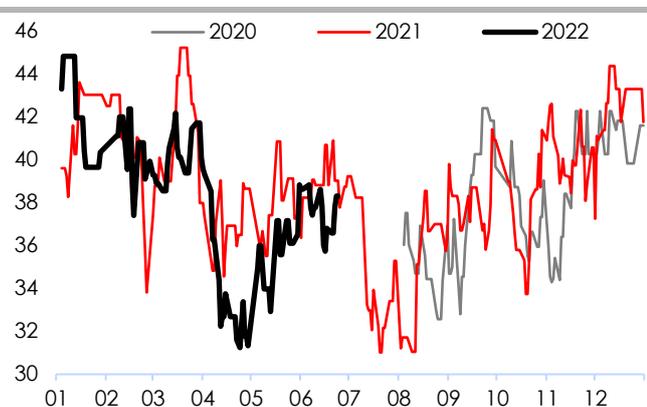
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 8：PP 周度开工预期



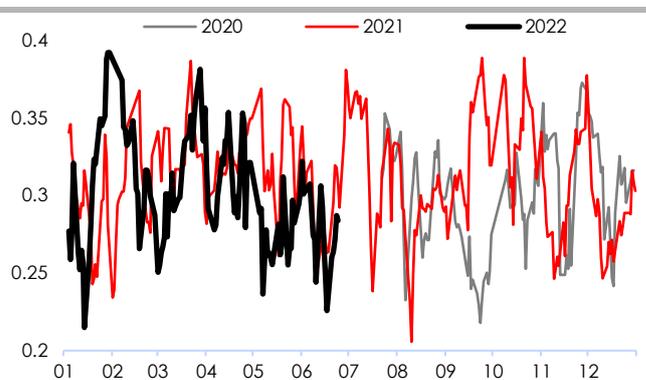
资料来源：隆众、卓创、中信期货研究所

图表 9：标品 LLDPE 生产比例



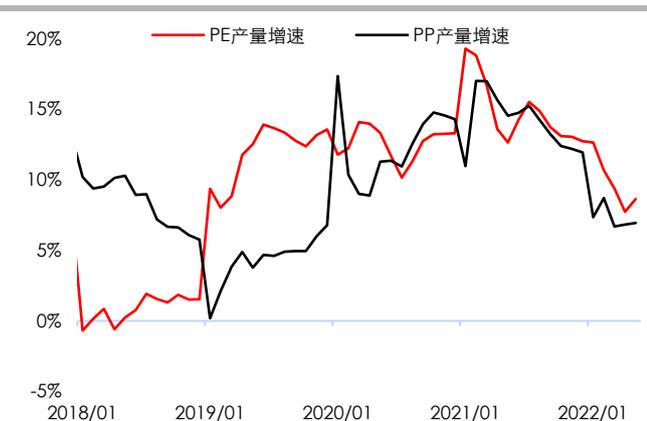
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 10：PP 拉丝生产比例



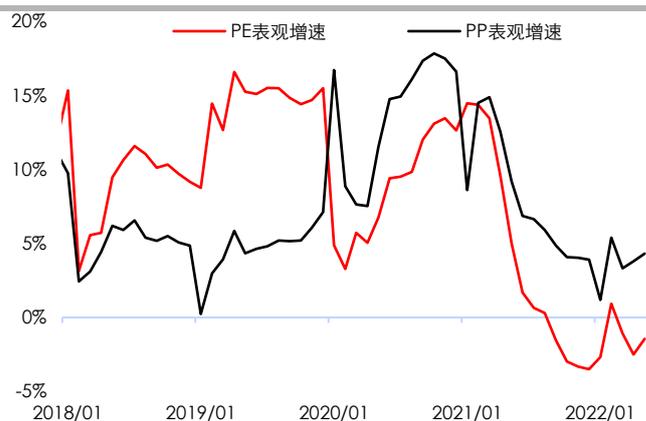
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 11：PE 和 PP 产量增速对比



资料来源：wind 中信期货研究所

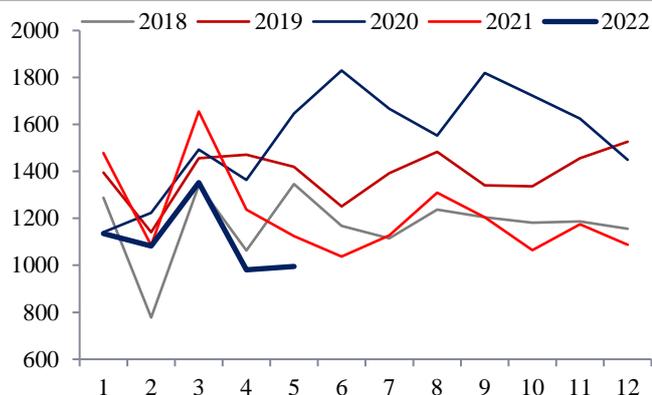
图表 12：PE 和 PP 表观供应增速对比



资料来源：wind 中信期货研究所

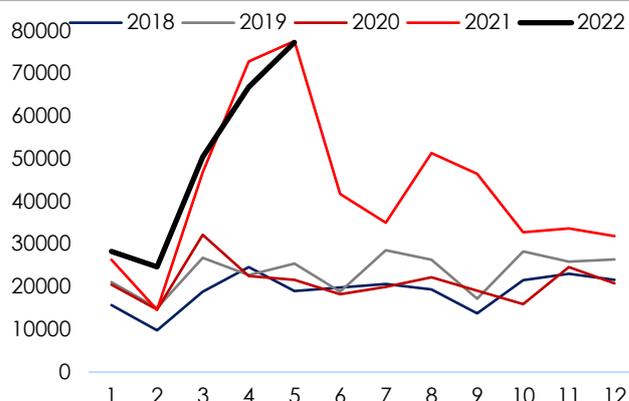
最后是净进口方面，上半年持续内外倒挂，且海外需求韧性，净进口量持续维持低位，同样如果海外供需逐步偏弱或者价差结构发生变化，净进口这块也有恢复弹性，边际上也会存在一定压力。如下图所示：

图表 13: PE 进口季节性（千吨）



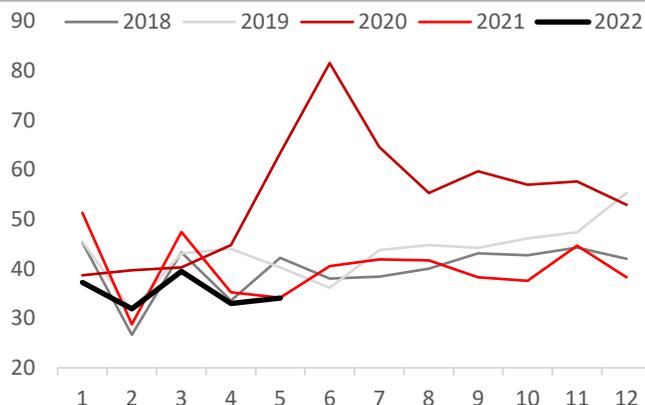
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 14: PE 出口季节性（吨）



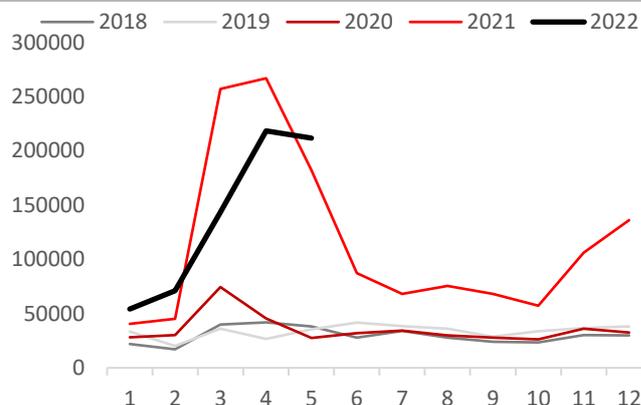
资料来源: wind 中信期货研究所

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

综上所述，聚烯烃供应弹性较大，从存量到增量，从国内到国外，潜在压力都比较大。但都需要估值的配合，国内亏损持续的话，新产能和开工负荷提升都会受到限制，内外持续倒挂的话，或者海外持续亏损的话，进口冲击也会受到影响，因此整体需要有个估值修复的过程，但会限制估值修复的空间。

三、内外需求节奏影响都较大，我们偏谨慎乐观

国内二季度需求整体受到疫情的压制，同时二季度出口需求旺季偏好。因此随着解封后逐步恢复正常，我们认为三季度需求仍有回升预期，其中包括终端需求的恢复以及二季度部分订单的回补，再加上下游偏低原料库存的补库。如果三季度稳增长政策持续释放利好叠加弱基差不排除阶段性出现套保正反馈，弹性需求可能释放出来，但这个目前还只是预期，存在不确定性，三季度需求存在支撑预期；而外需可能逐步承压，高通胀压力下，欧美以加息和缩表应对，对需求产生压力，届时不排除回传到国内，因此需求支撑或有个先强后弱的过程。

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，部分 HD 和 LD 也有，包括包装膜、购物袋和农膜，其次是 HD 的非薄膜下游需求，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 17：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、困扎带	6%	日常消费

数据来源：中信期货研究所

图表 17: PP 需求分类

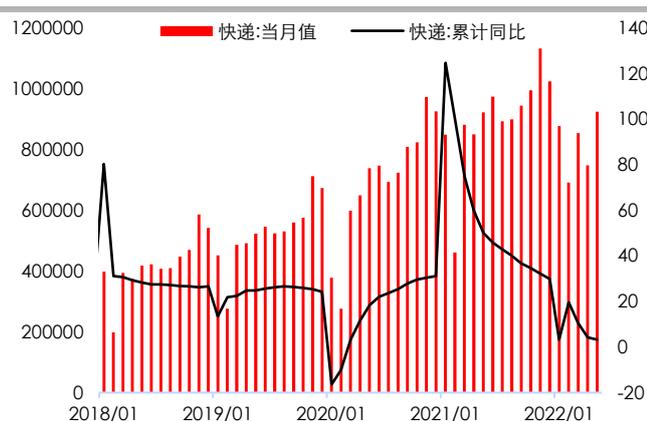
	品类	需求细项	比例	分类
均聚 PP	拉丝 PP	(水泥、化肥、粮食) 塑编袋	32%	消费+地产
	BOPP、CPP	食品和服装包装、印刷	10%	日常消费
	中融纤维	包装袋	5%	物流消费
	注塑	日用品、瓶子、垃圾桶	9%	日常消费
	薄壁注塑	快餐盒	6%	外卖消费
	高熔纤维	口罩、纸尿裤	8%	疫情+日常消费
共聚 PP	低熔共聚	电力电缆保护管、化工桶	12%	基建
	中融共聚	玩具	4%	儿童消费
	高熔共聚	洗衣机、电冰箱、汽车	8%	耐用品消费
	透明料	注射器、饮料杯、食品包装	3%	医用+日常消费
	管材	PPR 热水管	3%	地产后端

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。

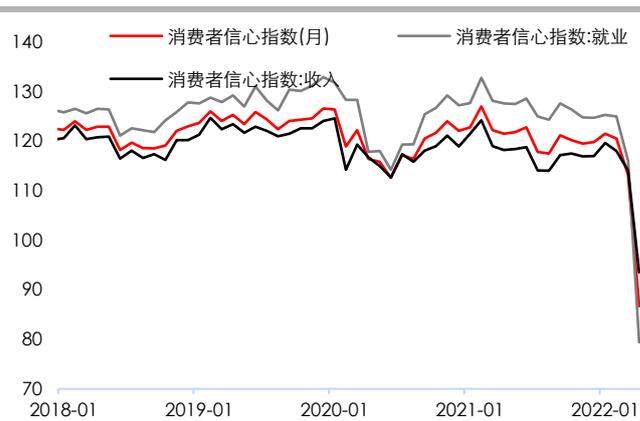
其次我们看一下今年的消费情况, 聚烯烃的消费主要在物流包装和日用品消费上。受疫情情况, 北京和上海封城, 物流陷入停滞状态, 导致包装的需求全面下降, 6 月虽然已解封, 但物流仍在缓慢恢复中整体包装需求恢复较为缓慢。三季度去看, 我们认为未来包装和日用品消费仍将进入正常状态, 届时需求会有恢复, 消费者信心仍可能逐步提振, 届时会给聚烯烃的需求带来提振, 如下图所示:

图表 18: 快递增速大幅下降



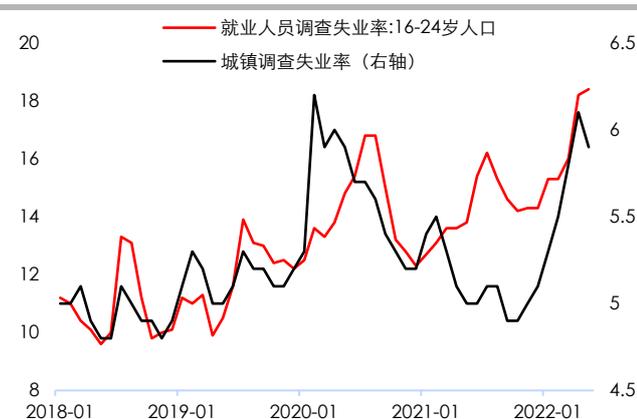
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 19: 中国消费者信心指数大幅下降



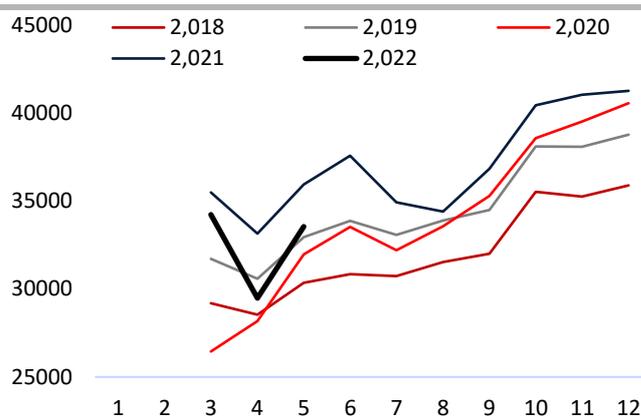
资料来源: wind 中信期货研究所

图表 20：我国失业率较大幅度提升，消费潜力下降



资料来源：wind 中信期货研究所

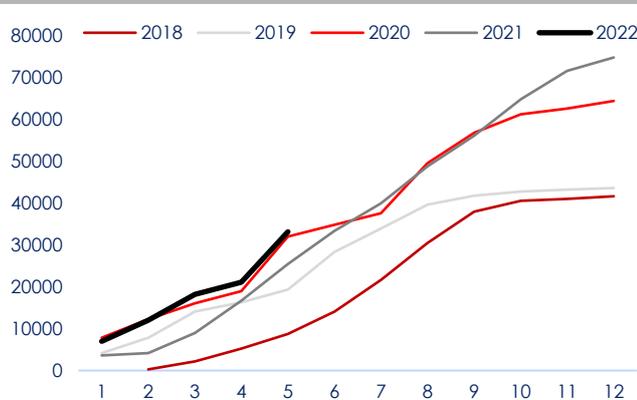
图表 21：社销品零售总额 5 月增速-1.5%



资料来源：wind 中信期货研究所

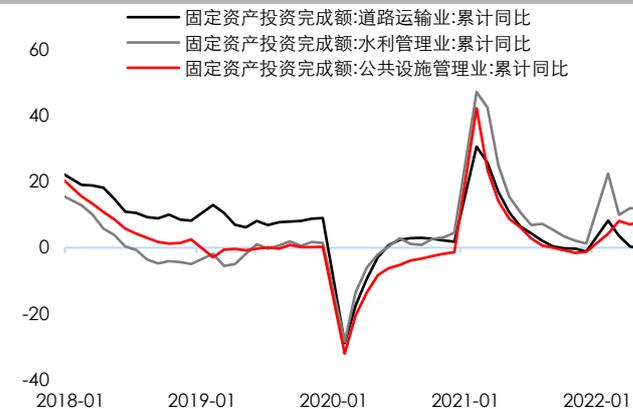
另外就是基建和地产去看，基建和地产对于聚烯烃的影响是间接传导的，在某些程度上也会影响消费的变化，但产生的直接影响是相对有限的。基建去看，水利和公共设施的投入比例较高，后面可能会给 HD 和 PP 的相关管道需求带来支撑；但今年的地产较为悲观，还需要进一步政策的刺激，但市场仍相对看好下半年的经济恢复，尽管挑战较大，如下图所示：

图表 22：政府专项债



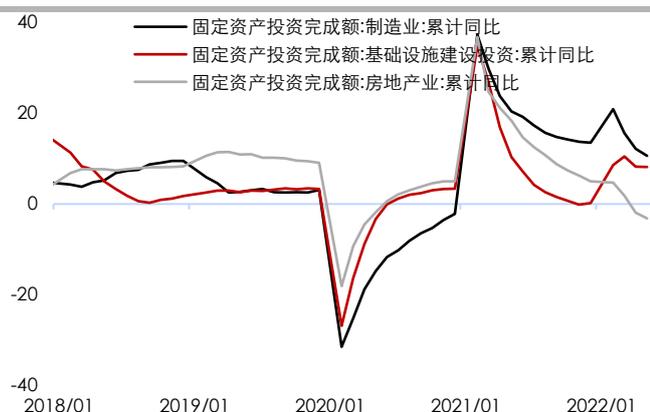
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 23：固定资产投资分项同比



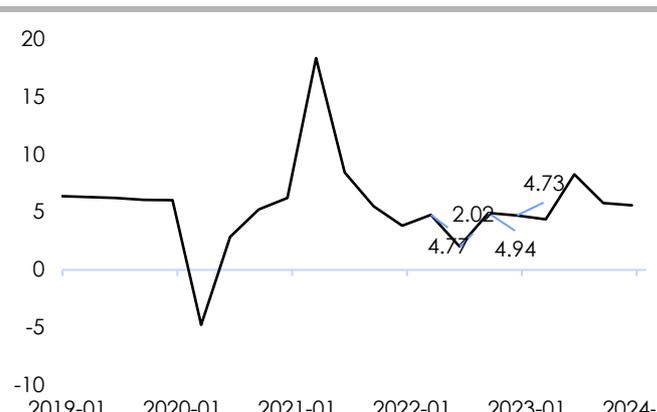
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 24：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

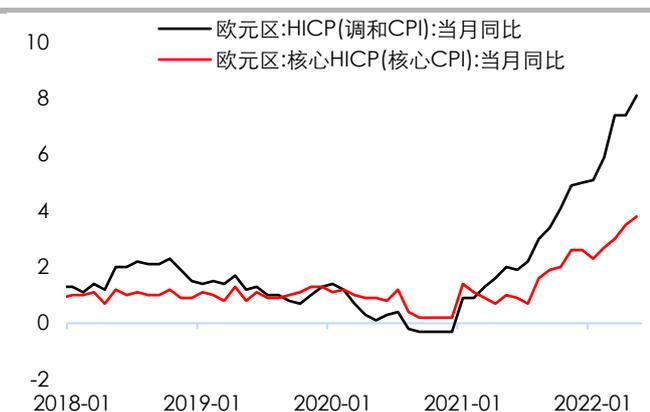
图表 25：中国 GDP 一致预测：当季同比



资料来源：wind 中信期货研究所

不过下半年外需可能会存在风险，在欧美高通胀压力下，欧美进入加息周期，带来的影响是对需求形成压制，以及最直接的给油价带来下行压力，进而给化工带来全方面的压力。如果只从供需去看，由于 PE 对外依存度偏高，进口弹性偏大，预计冲击可能要大于 PP，这是最直接的影响，但聚烯烃下游塑料制品出口量也偏大，外需减弱会直接影响国内聚烯烃的下游需求，整体影响都会比较大，毕竟聚烯烃是靠近终端需求的品种。从节奏上去看，目前出口需求仍有韧性，预计四季度下行压力或较大。当然通胀本身和经济衰退之间存在博弈，也存在一定不确定，需要具体去跟踪，我们这里认为四季度可能会有压力传导。如下图所示：

图表 26：欧洲通胀压力持续高位



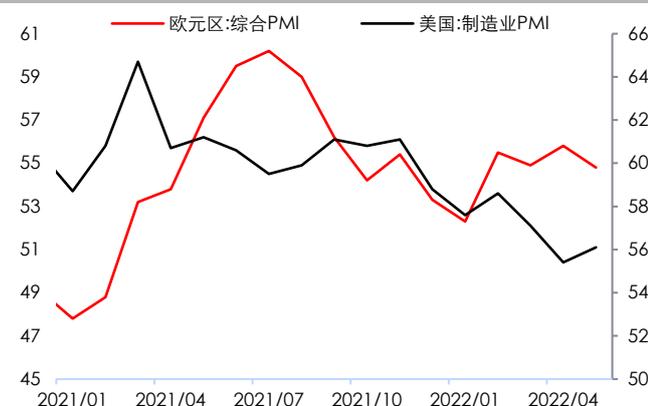
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 27：美国:10 年期盈亏平衡通胀率:非季调



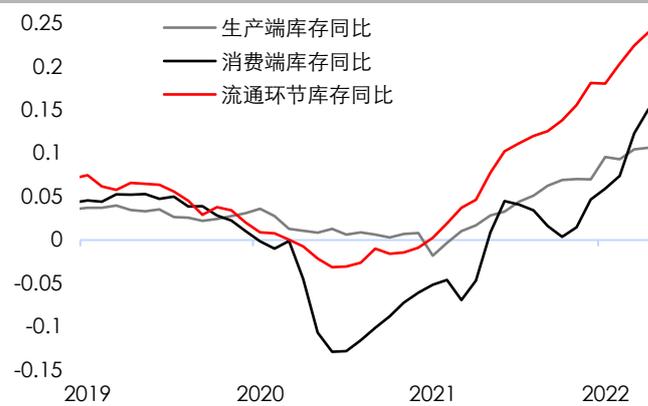
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 28：欧美 PMI 指数下行，但仍在 50 以上



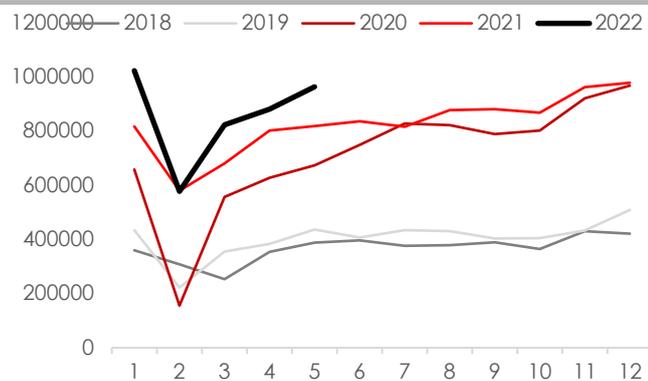
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 29：美国补库周期高位，但还未见拐点



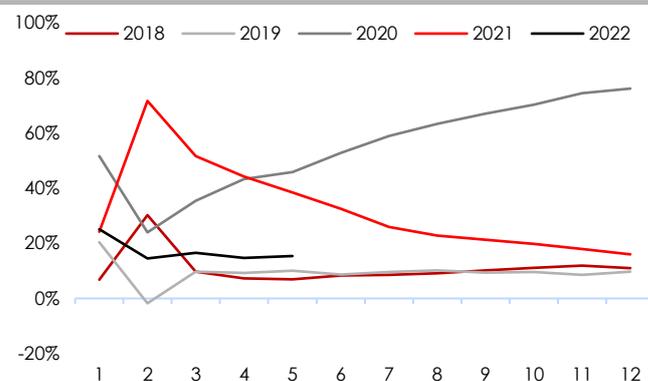
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 30：塑料制品出口金额季节性



资料来源：卓创 中信期货研究所

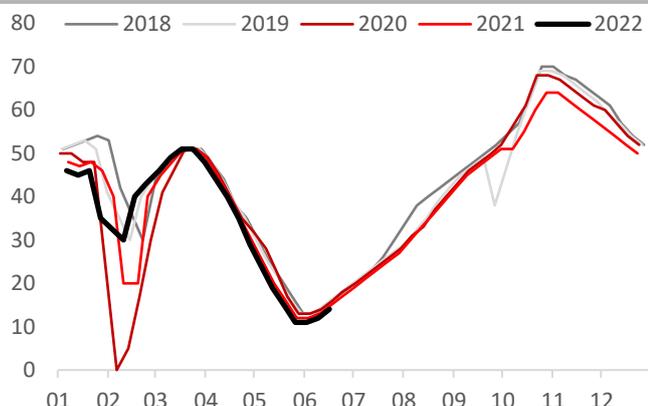
图表 31：塑料制品出口额增速季节性



资料来源：隆众 中信期货研究所

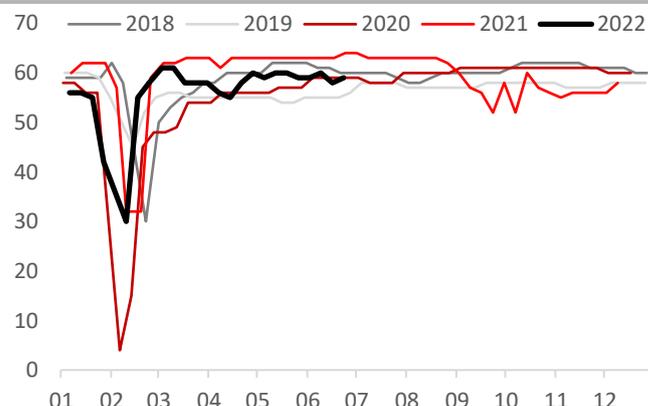
第二从聚烯烃直接下游去看，考虑到下游原料库存偏低，且下游开工仍低于往年同期，直接需求上仍有较大弹性有待释放。一个是开工恢复到正常水平的需求，一个是库存恢复到正常水平的需求，因此预期环比需求仍有改善可能。如下图所示：

图表 32：PE 农膜周度开工稳中回升



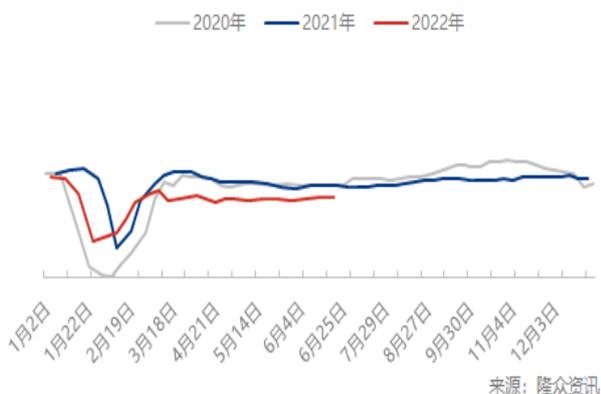
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 33：PE 包装膜开工率



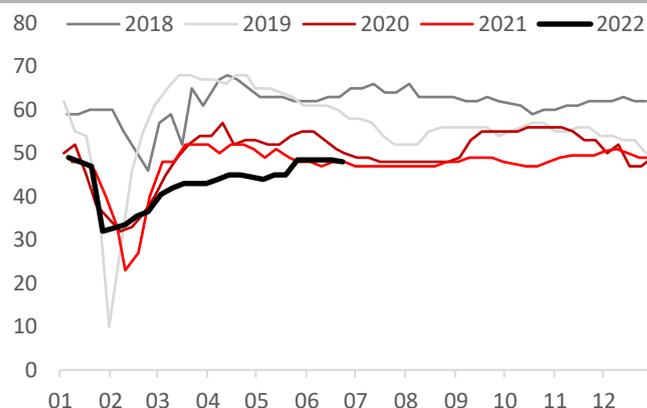
资料来源：卓创 中信期货研究所

图表 34：PE 下游开工率

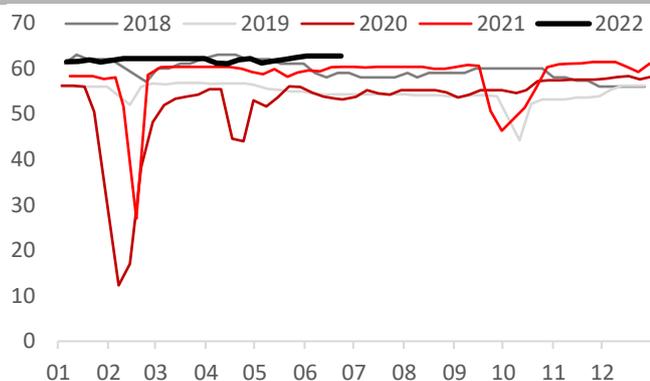


资料来源：隆众 中信期货研究所

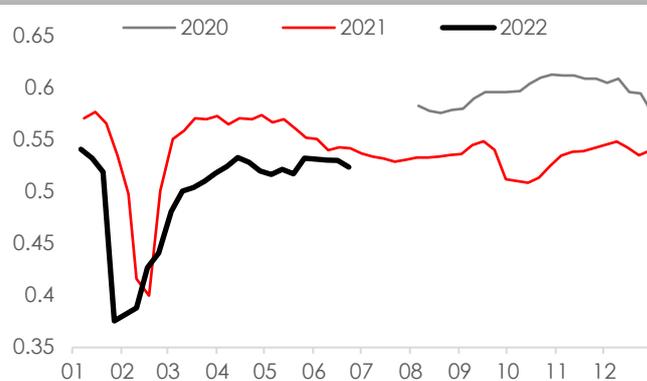
图表 35：PP 塑编开工率



图表 36：BOPP 开工率

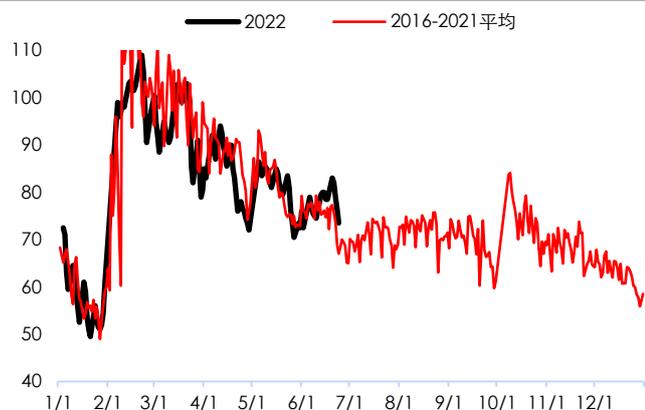


图表 37：PP 整体下游开工率



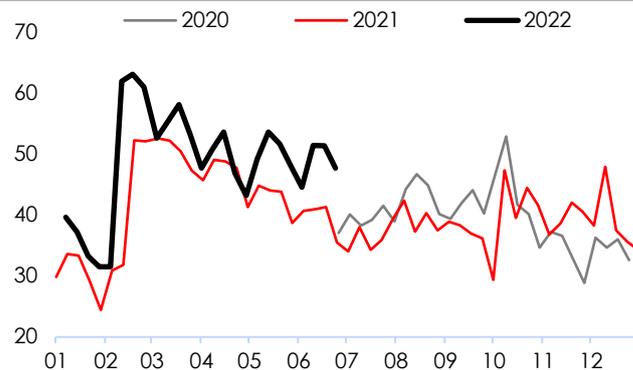
由于终端需求启动偏慢，导致当前聚烯烃下游工厂产品库存偏高，而订单没有改善导致采购原料的积极性偏低，从而导致原料库存低位。随着疫情后需求的逐步启动和恢复，我们仍倾向于终端需求逐步恢复正常，订单也会逐步回归正常，届时原料库存有望补充到正常水平，这个可能会提供额外的去库动力，毕竟目前的库存压力多集中在中上游。如下图所示：

图表 38：聚烯烃石化库存



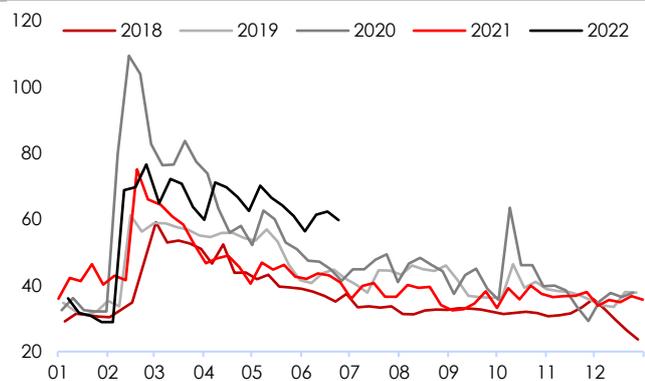
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 39：PE 社会库存



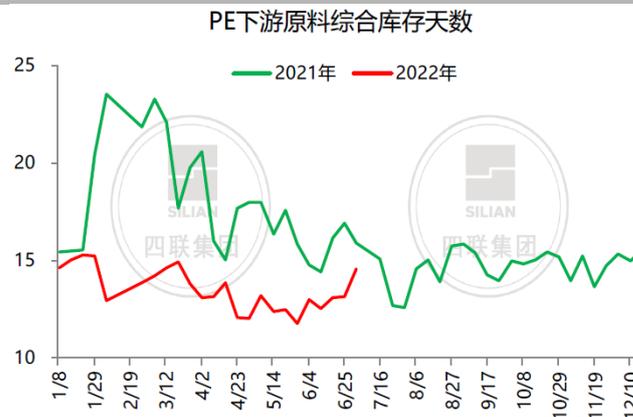
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 40：PP 社会库存



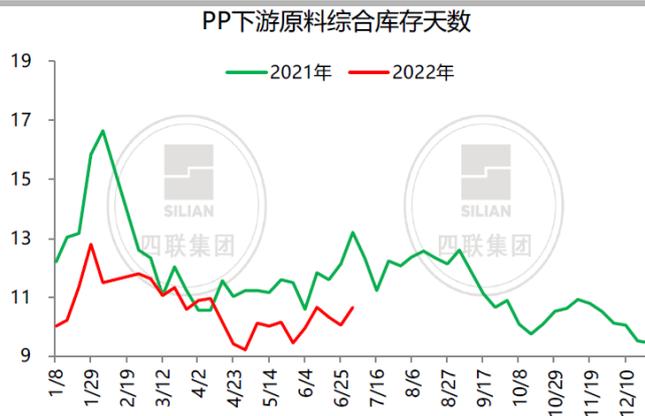
资料来源：隆众 中信期货研究所

图表 41：PE 下游原料库存天数



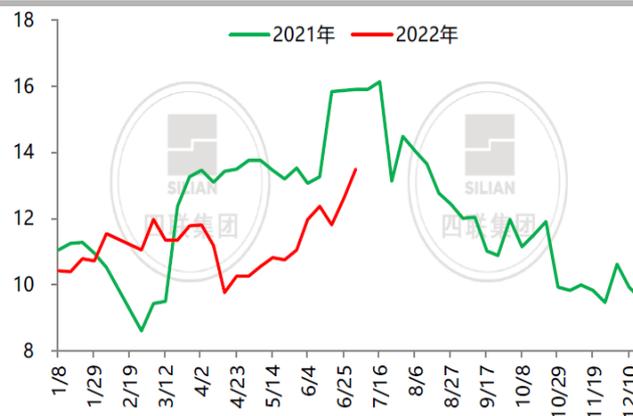
资料来源：四联 中信期货研究所

图表 42：PP 下游原料库存天数



资料来源：四联 中信期货研究所

图表 43：PE 下游产品库存天数



资料来源：四联 中信期货研究所

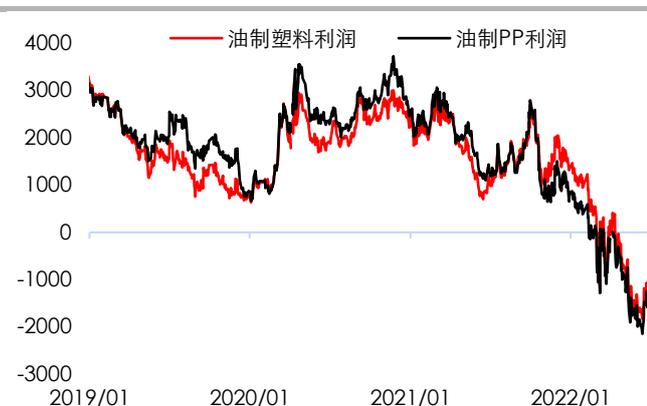
从以上供需分析去看，供应压力有望逐步积累，四季度供应压力明显增加，而需求端三季度外需可能有韧性，且内需存在恢复预期，且是弹性需求释放的周

期，而四季度内需进一步增长预期可能下降，且外需面临下行压力，叠加四季度供应压力的释放，四季度聚烯烃价格有望重回低估值促使供应端再平衡可能。

四、低估值或维持，关注对聚烯烃边际供应的影响

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。下半年能源强弱格局可能会有切换，天然气等轻烃原料会偏强，煤炭也进入旺季，且海外煤炭跟天然气存替代，而原油基于本身的金融属性压力以及供需边际走弱，价格表现或相对偏弱，下半年聚烯烃高成本边际供应可能会有所切换，乙烷裂解、PDH 和 MTO 的边际影响力度可能会增加，我们认为需要去关注。

图表 44：国内油制烯烃亏损幅度大



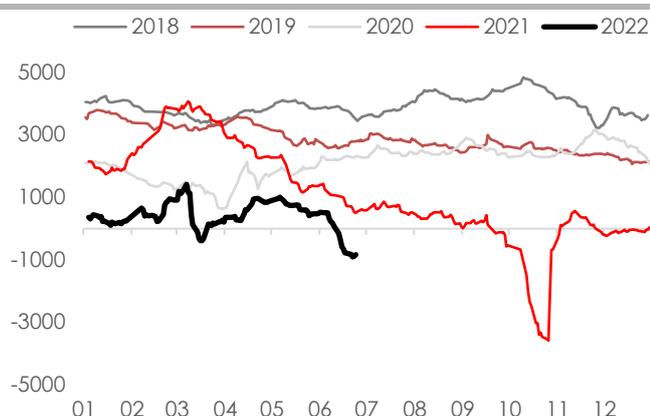
资料来源：wind 中信期货研究所

图表 45：进口美国乙烷裂解加工费也处低位



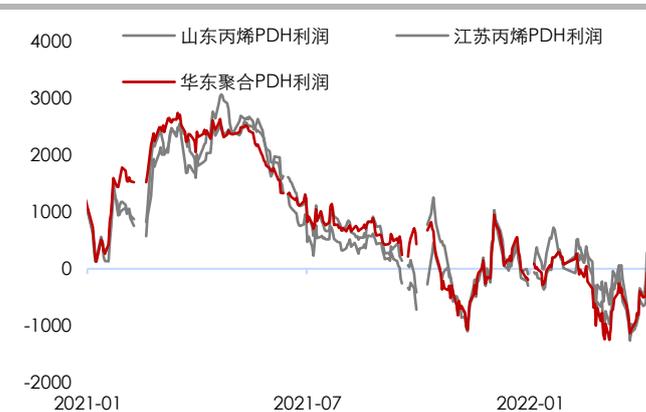
资料来源：彭博 中信期货研究所

图表 46：化工煤市场化后 CT0 理论亏损也在增加



资料来源：煤炭资源网 中信期货研究所

图表 47：华东 PDH 亏损边缘波动



资料来源：wind 中信期货研究所

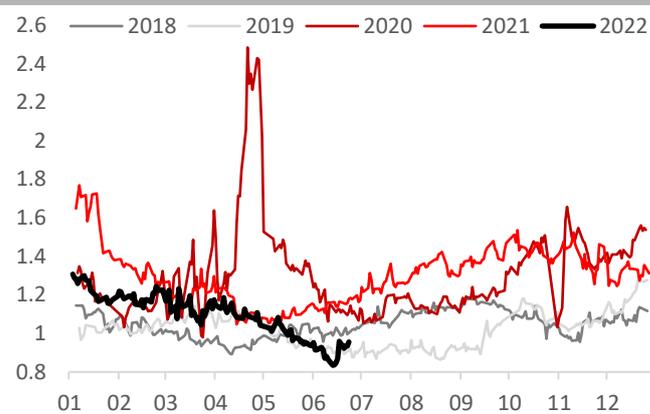
除了煤炭、原油之外，轻烃也是比较重要的原料，乙烷的价格跟随美国的天然气价格，丙烷跟随原油，但呈现出明显的强弱季节性，我们认为下半年天然气>乙烷>煤炭>丙烷>原油，而考虑到各原料来源的利润都偏差，上半年石化和 PDH 挤出，下半年可能乙烷裂解和 PDH 都会面临较大压力，如下图所示：

图表 48：乙烷和 NYMEX 天然气价格走势接近



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 49：下半年丙烷或季节性强于原油



资料来源：wind 中信期货研究所

五、估值和需求主导，供应压力渐增，聚烯烃重心或渐下移

估值对下半年聚烯烃行情影响仍较大，决定波动空间大小，当然也将引导预期，核心是原油。而供需面去看，聚烯烃供应端相对确定，逐步增加，但需求扰动会比较大，也存不确定性。上半年内需比较弱，下半年存恢复提振预期，包括现实和预期的引导，只是经济何时企稳存不确定性；上半年外需有韧性，但预期偏悲观，下半年海外通胀和经济衰退之间存博弈，整体表现承压，压力何时传导国内也存不确定性，下半年净进口量我们做了一个逐步增加的预期。整体认为下半年估值和需求主导行情节奏，预期先扬后抑，重心下移。我们预估的供需品格平衡如下：

图表 50：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	130	13
2022/02	34	94	128	113	15
2022/03	43	99	142	134	8
2022/04	33	81	114	112	2
2022/05	35	87	122	121	1
2022/06E	38	90	128	125	3
2022/07E	40	89	129	127	2
2022/08E	42	91	133	138	-5
2022/09E	44	92	136	141	-5
2022/10E	46	100	146	143	3
2022/11E	48	102	150	138	12
2022/12E	48	107	155	143	12

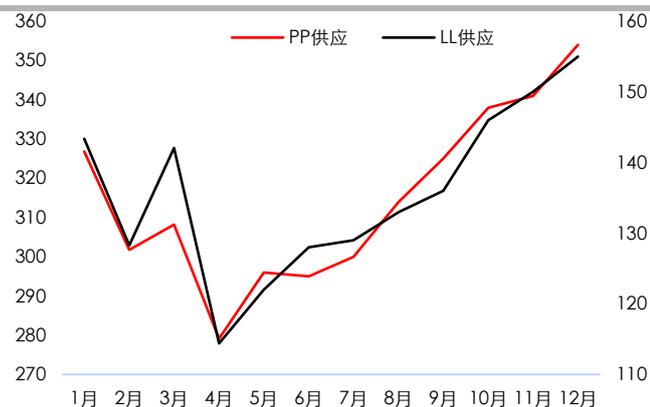
数据来源：中信期货研究所

图表 51：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	265	30	327	303	24
2022/02	25	252	25	302	272	30
2022/03	25	255	28	308	310	-2
2022/04	11	243	25	279	288	-9
2022/05	18	252	26	296	300	-4
2022/06E	23	245	27	295	305	-10
2022/07E	24	250	26	300	308	-8
2022/08E	27	260	27	314	315	-1
2022/09E	30	268	27	325	322	3
2022/10E	31	280	27	338	328	10
2022/11E	32	282	27	341	320	21
2022/12E	32	295	27	354	329	25

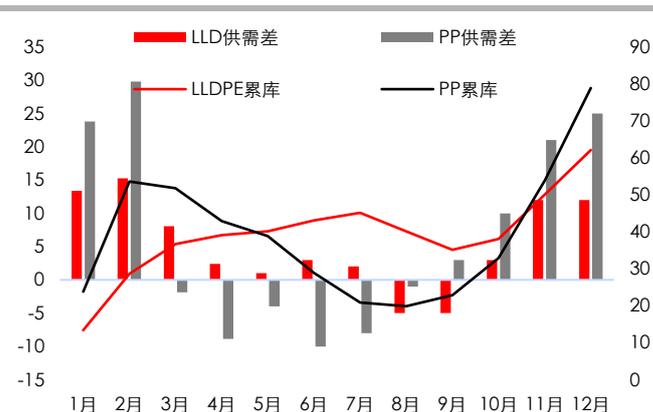
数据来源：中信期货研究所

图表 52：LL 和 PP 供应对比



资料来源：中信期货研究所

图表 53：LL 和 PP 供需差对比



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，三季度矛盾并不大，供需同增，但矛盾未有明显去化，那三季度交易的逻辑更多来自于预期和估值的波动，自身基本面可以根据市场的变化去跟随，自身缺乏驱动力；而进入四季度后，现实压力可能进一步增加，平衡表上看上去会持续累库，但可能更多的是看到供应端的再平衡，价格更多是估值定价为主，或呈现震荡下行走势，下方空间或取决于能源的走势。

另外策略方面，我们重点关注 L-P 和 PP-3*MA 价差两个。

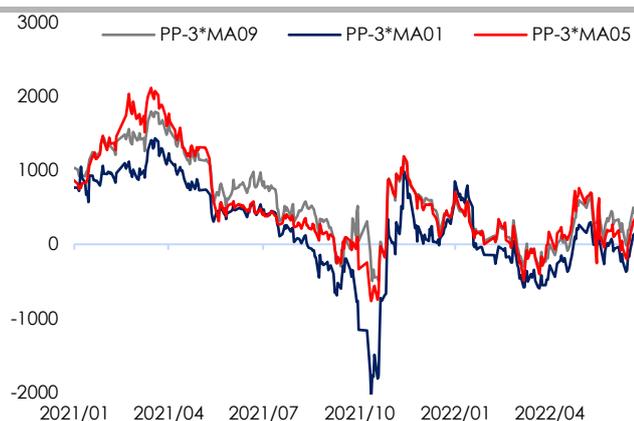
L-P 方面，我们仍倾向于扩大，虽然 6-7 月份 PP 的边际改善好于 L，导致近期价差持续缩窄，但长期去看，不论需求上还是供应上，我们仍倾向于看好 L 一些。首先是需求上，PE 的非标 HD 涉及到水利等基建上，而 PP 基建偏少，还有共聚会涉及到耐用品消费上，整体相对偏悲观，因此下半年整体需求弹性大概率不

及 L；其次是供应端，L 的供应压力更多来自于海外，PP 产能压力主要在国内，且量明显高于 PE，因此四季度累库力度是偏大的；以上两点在平衡表上有所体现。因此我们认为下半年 L-P 仍有震荡上行可能。

PP-3*MA 方面，我们倾向于偏缩窄，核心在于原油震荡偏弱预期下，MTO 竞争力有望减弱，因此长期不应该给 MTO 较好的利润，因此我们逢高偏空。另外就是从两个单边去看：下半年甲醇先累库后去库，PP 虽然季节性去库，但今年的产能压力下，可能超季节性累库，或者供应端被迫减量，四季度大概率甲醇要强于 PP；2、如果 MTO 利润持续扩大，甲醇供需矛盾将持续好于 PP，而 PP 压力是在逐步积累，这也不利于价差持续扩大，因此认为扩大空间相对有限；3、但该价差没有比较完美的进场安全边际，可以顺势而为去参与。

风险提示：原油价格持续强势或强于煤炭、外需韧性超预期、内需恢复强劲
如下图所示：

图表 54：PP-3*MA 各合约价差



资料来源：wind 中信期货研究所

图表 55：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>