

产能周期对抗需求复苏，下半年化工如何演绎

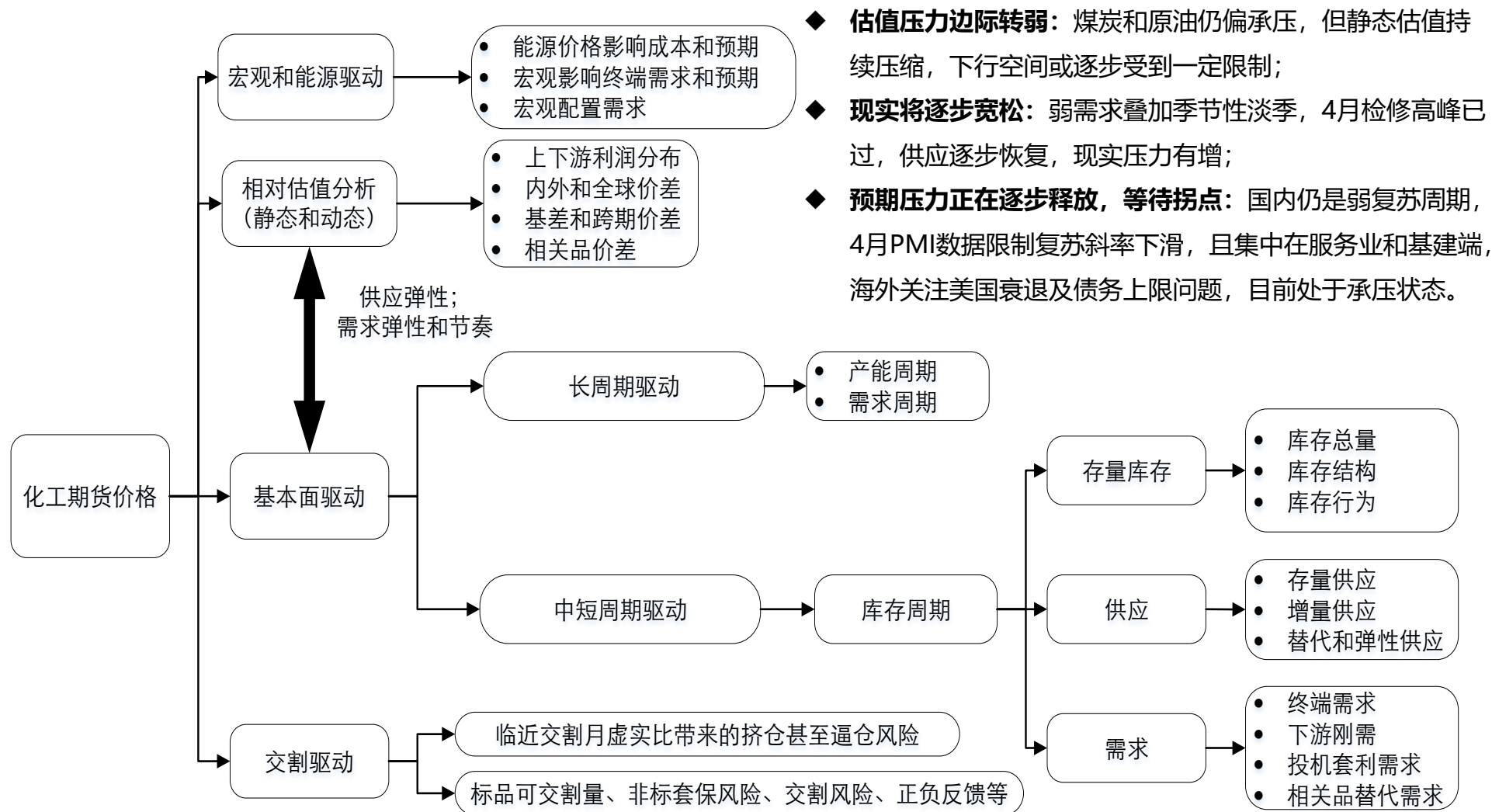
中信期货研究所化工组负责人 胡佳鹏

2023年5月



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

逻辑梳理——估值+驱动，静态估值支撑但动态估值承压；现实边际宽松+国内弱复苏预期支撑仍存



观点——需求现实及预期仍是核心驱动，下半年相对看好化工重心上移

- **观点：**上半年宏观预期持续向下调整，叠加能源价格弱势以及供需宽松压力，化工持续向下寻底。但在价格大幅下跌后，供需边际将得到改善，底部支撑增强，叠加下半年可能出现复苏预期及现实共振支撑，再加上能源价格下半年存在回升预期，届时化工价格重心或上移。但毕竟2023年仍是产能周期，供应弹性仍难被需求所对应，因此其价格反弹空间或有限。
- **逻辑：**
 - **静态估值支撑逐步增加，动态估值或先弱后强。**上半年价格持续下探后，从基差、内外、替代以及利润去综合评估，化工静态估值支撑明显增加，但能源仍偏承压，上半年仍有一定下行空间。不过下半年能源价格重心存上移预期，叠加化工亏损支撑。
 - **需求现实及预期仍是下半年重要上行驱动，但产能周期下的供应弹性或对冲部分支撑**
 - 上半年主动去库，产业链库存水平不高，包括中上游以及下游原料端，现实仍处于去库下跌的状态。
 - 虽然基准情形下，**产能周期下的供应弹性大于需求**，但低价并不利于供应弹性释放，因此更多体现在限制反弹空间上。
 - 需求现实及预期仍是核心驱动。上半年该驱动表现承压的，预期不断向下调整，但**国内经济弱复苏预期仍在，海外也停止了加息**，且三季度是需求旺季，叠加低原料库存，届时**从需求现实端对价格形成支撑**，而**四季度可能通过预期再次支撑市场**。
 - 随着国内经济数据好转，国内化工品库存周期可能从主动去库逐步过度到被动去库再到**主动补库周期**中，届时给盘面带来额外支撑，尤其是固体化工品。
 - **操作策略：**
 - **策略：**上半年探底仍在延续，但空间或相对缩窄，不过度看空，6、7月化工有长线布局09合约多头机会，利润也随之逐步修复。
 - **风险因素：**下半年美国经济衰退，能源价格超预期持续下探

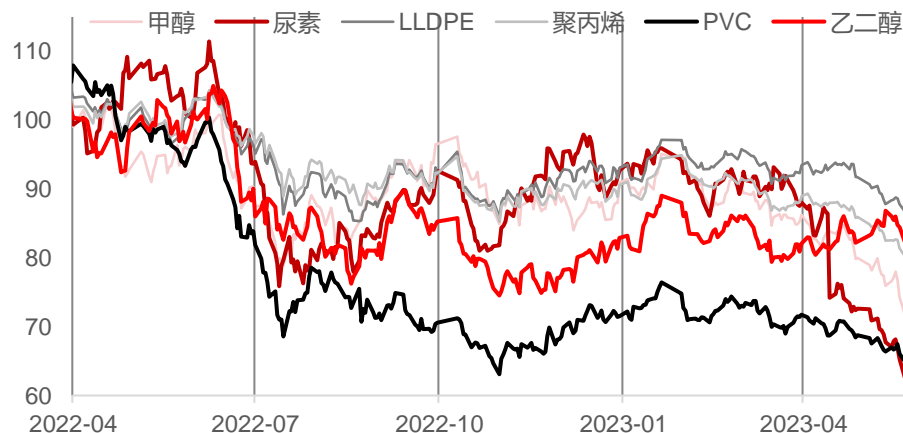
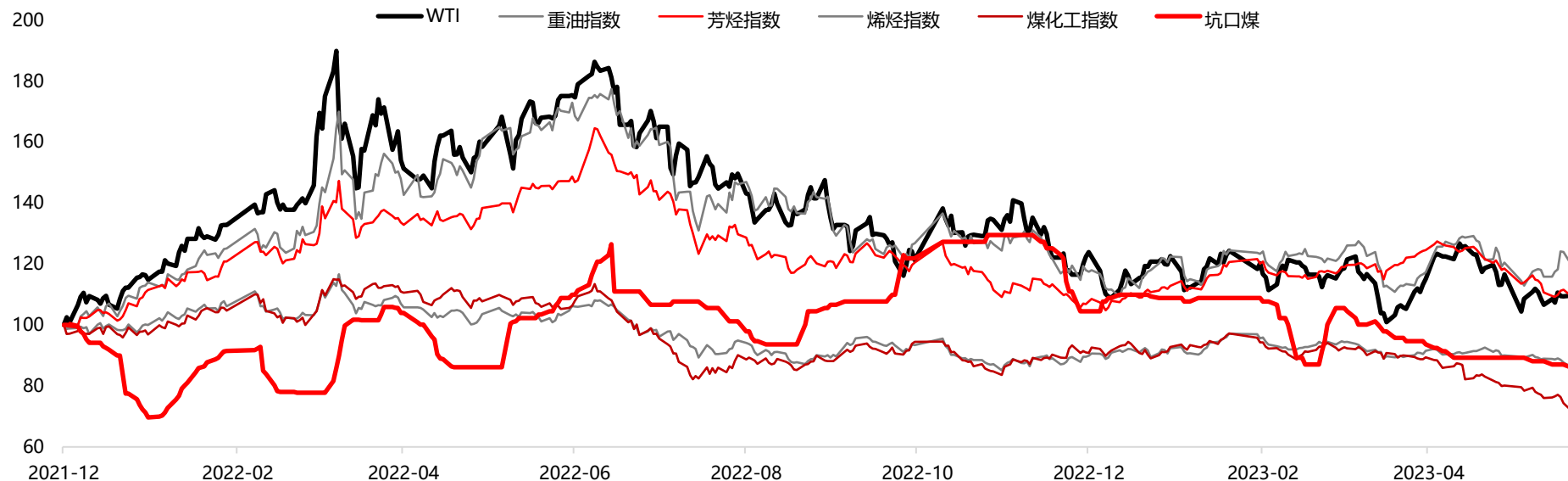


中信期货

CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

化工品走势及节奏相似，但强弱差异明显，近期油强煤弱



中信期货

CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所 3

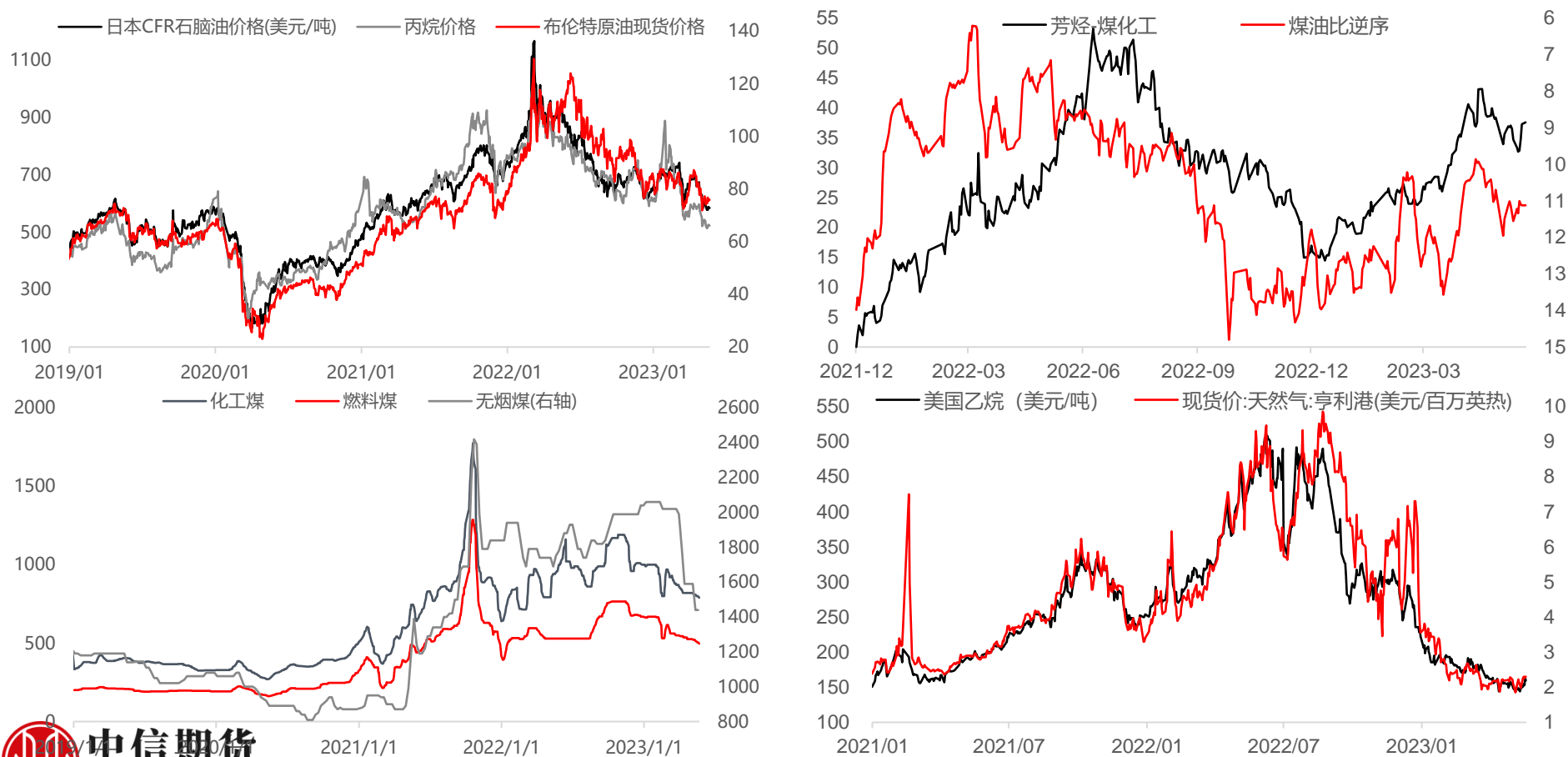
化工品原料结构——油/丙烷/石脑油/重油、煤/焦炉气/电石、气/乙烷

	天然气	焦煤/焦炉气	烟煤（含甲醇）	无烟煤	乙烷	丙烷	原油	其他
甲醇	15%	12%	63%	10%				
PE			20%		16%		64%	
PP			16%			20%	58%	6%（粉料）
PVC		80%（兰炭）					20%	
苯乙烯		20%(焦化苯)					80%	
PTA							100%	
MEG			37%				63%	
尿素	26%	3%	37%	34%				

- ◆ **油品链**：沥青、高低硫燃料油；
- ◆ **芳烃链**：PTA、短纤、PX，苯乙烯、纯苯；
- ◆ **烯烃及煤化工**：PE、PP、MEG；甲醇、尿素、PVC；

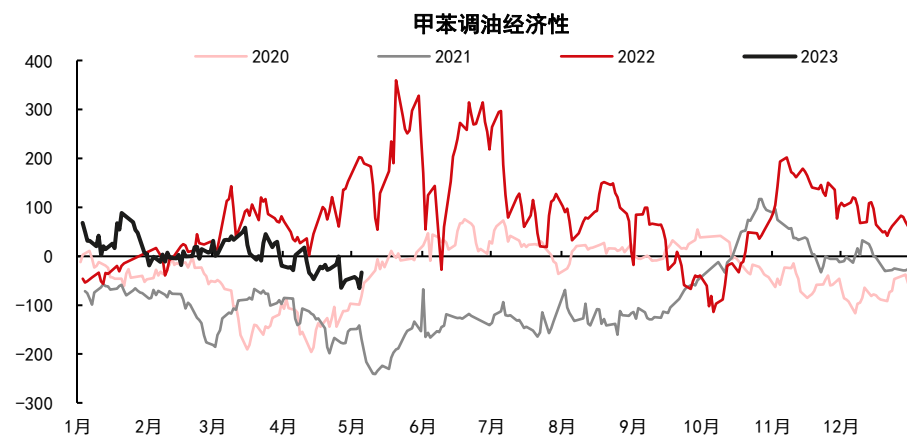
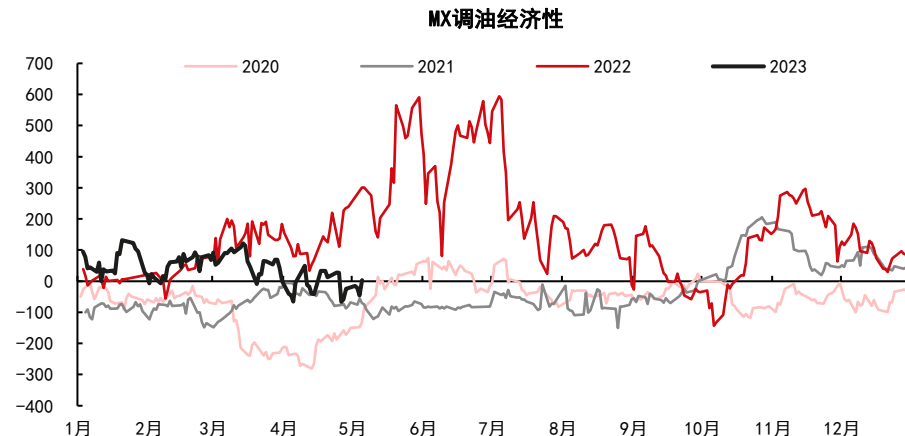
上半年因弱需求压制，能源价格持续承压，化工原料下移，而下半年关注企稳反弹可能

- ◆ **原油**：原油的压力主要在于高利率抑制需求以及衰退风险，而支撑主要是OPEC减产以及8月后美国收储，中期原油仍偏承压。
- ◆ **煤炭**：高库存、进口到港高位叠加大秦线检修结束，5月煤炭仍偏承压，但下半年需求旺季叠加工业需求复苏预期，下半年有反弹可能。
- ◆ **其他原料**：石脑油、丙烷跟随原油；无烟煤跟随动力煤；乙烷价格跟随天然气



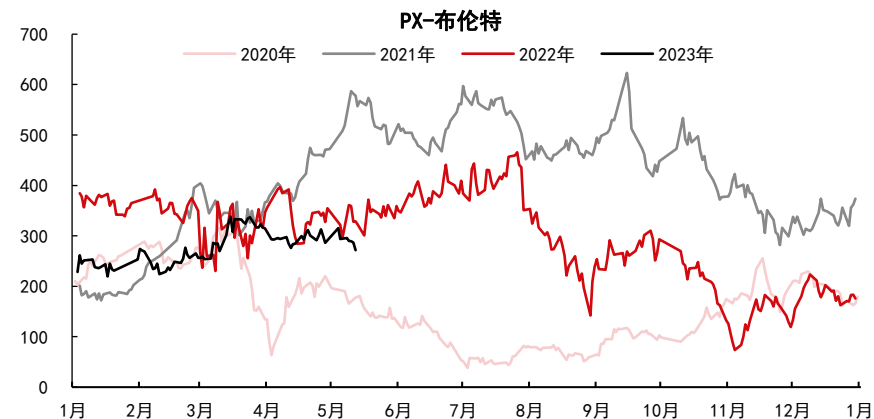
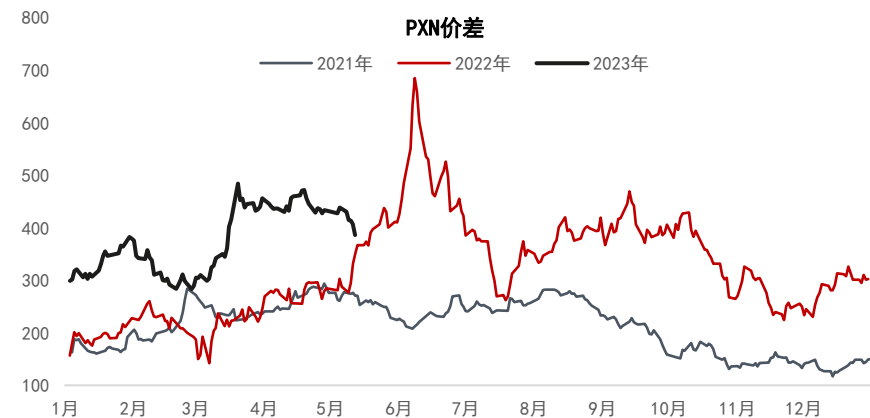
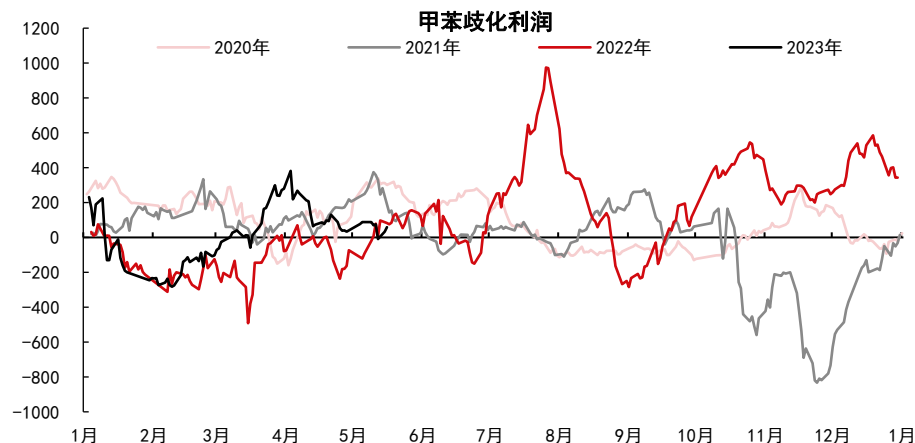
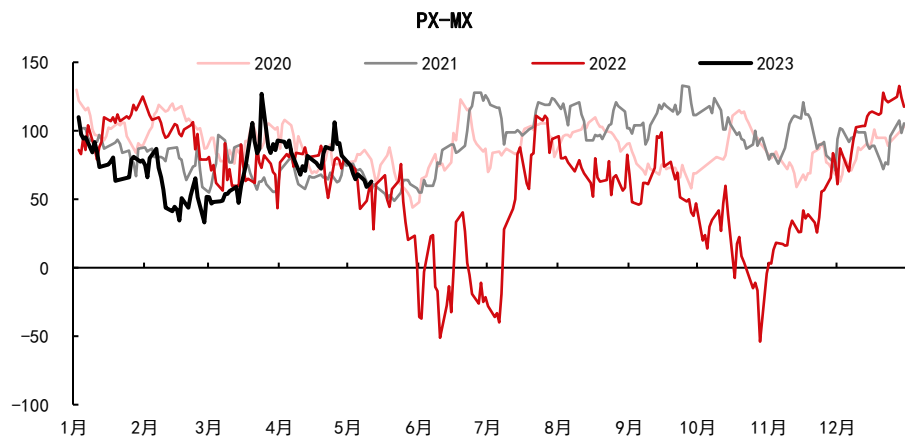
美国汽油利润下滑，调油利润偏差，也增加芳烃二季度估值压缩的驱动

- ◆ 甲苯消费结构：43%调油、39%歧化，甲苯歧化出来的是纯苯和二甲苯，因此调油也会对纯苯形成边际支撑
- ◆ 二甲苯消费结构：69%PX、22%调油、6%溶剂二甲苯
- ◆ MTBE消费结构：95%调油（美国用ETBE）、5%化工

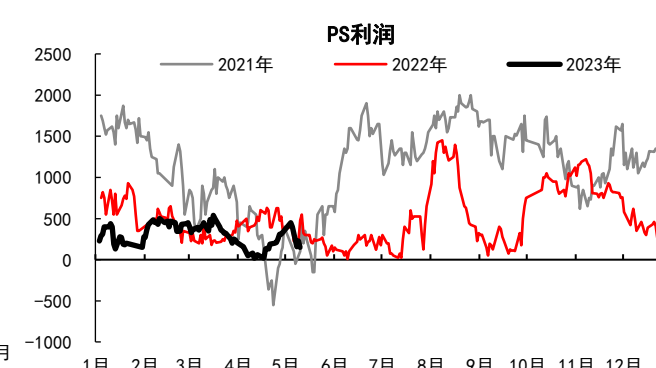
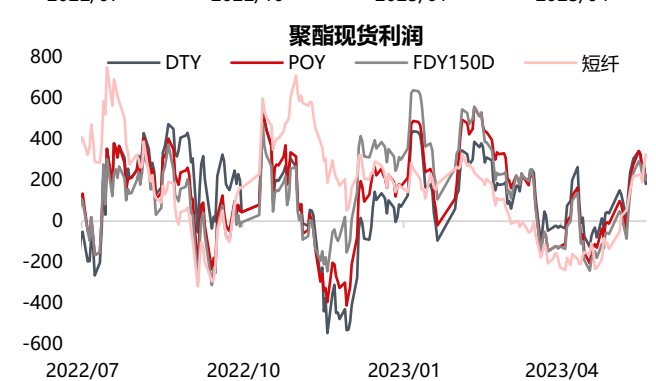
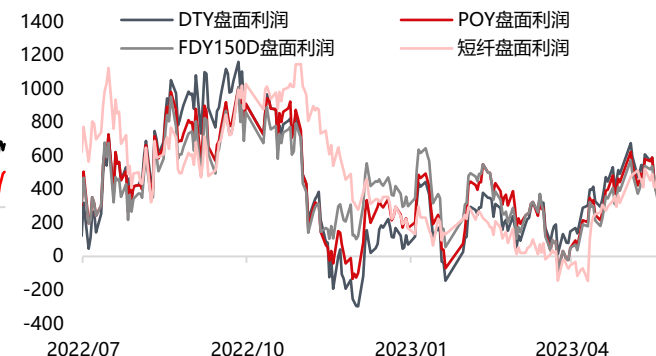
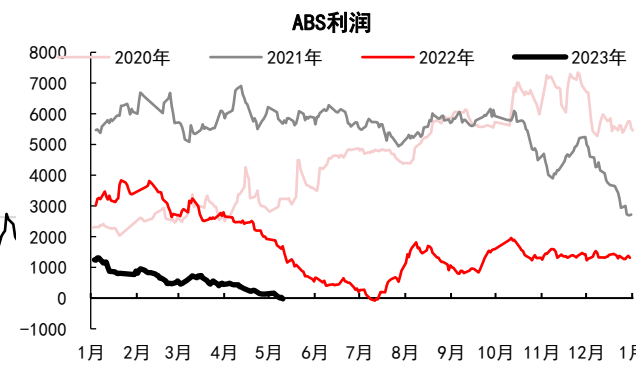
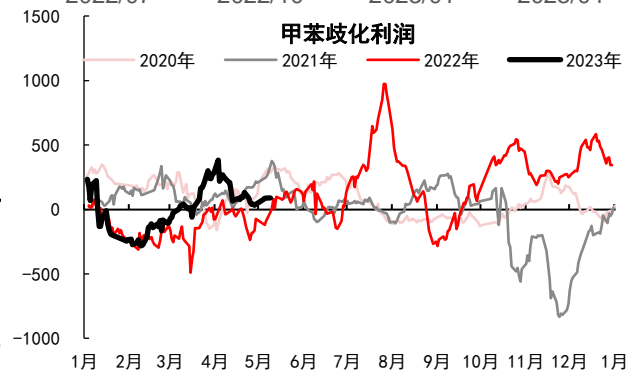
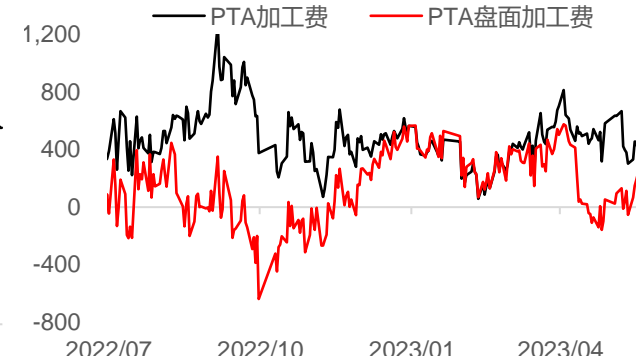
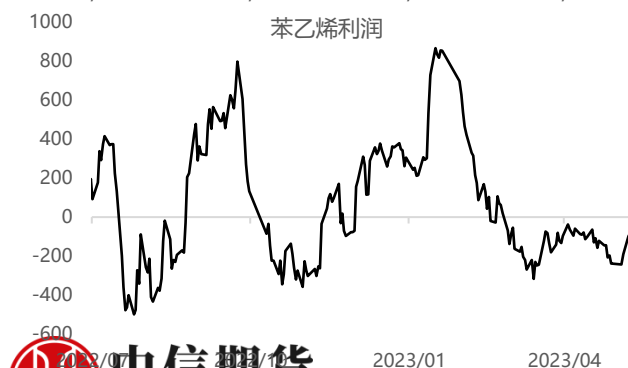
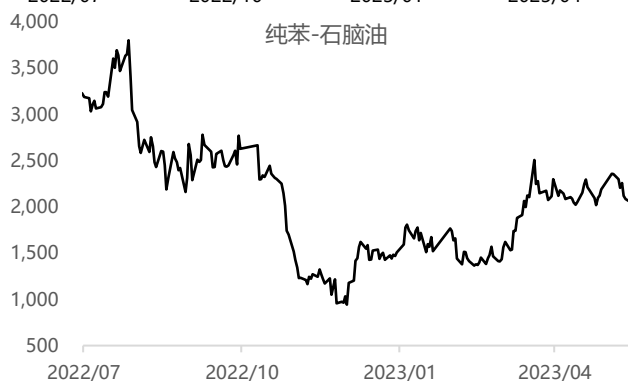


PX和纯苯偏高加工费正在压缩中，继续关注调油需求情况

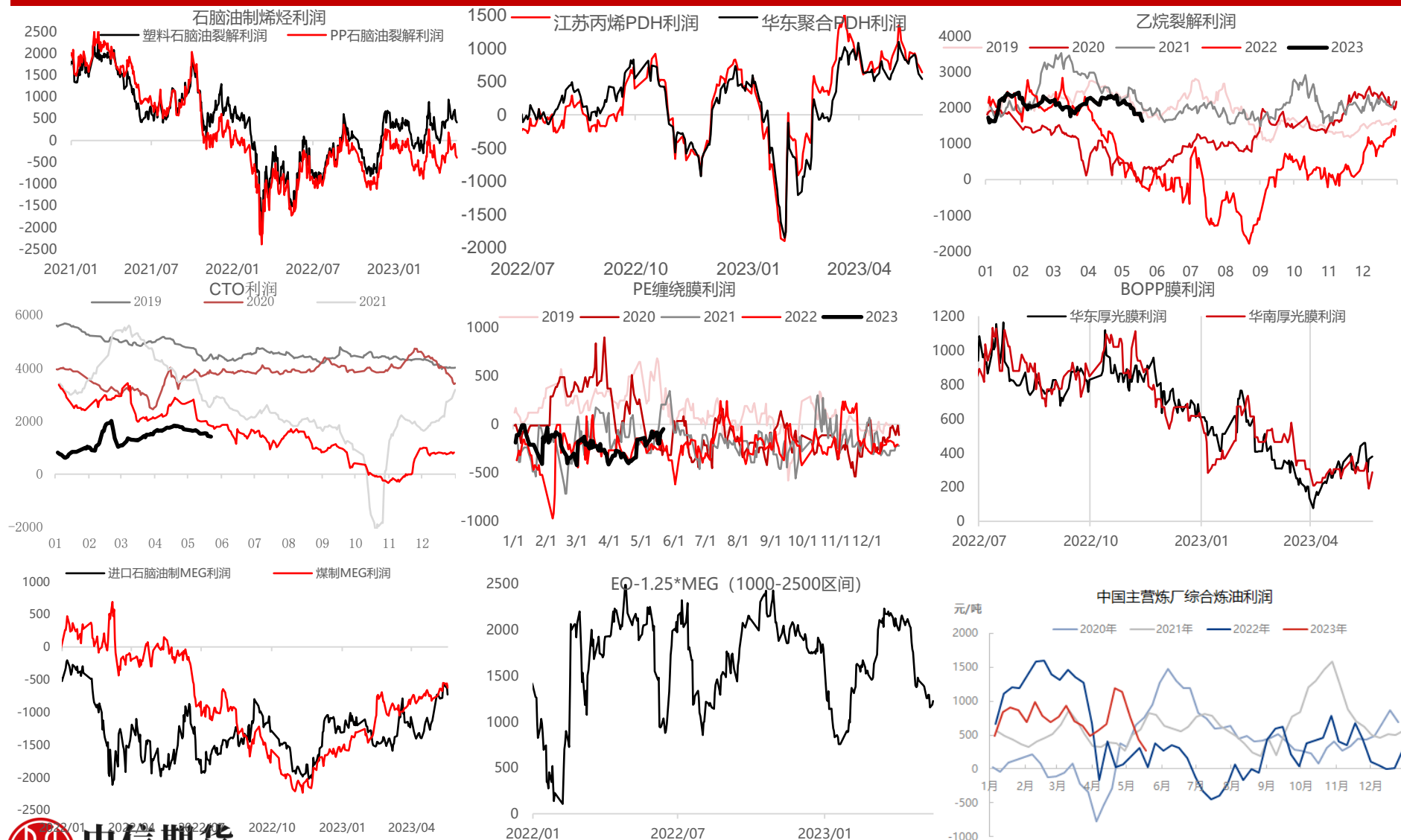
- ◆ 近期芳烃价格调整后，且美国汽油裂解价差有所回升，调油经济性有所增强，短期限制了短期下跌空间
- ◆ 但随着美国高利率的压制，美国油品需求有转弱可能，届时给芳烃的支撑或有转弱



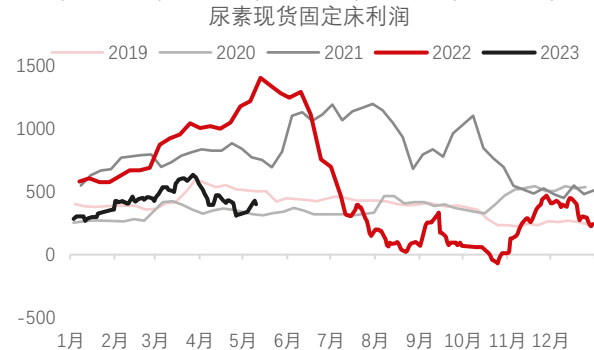
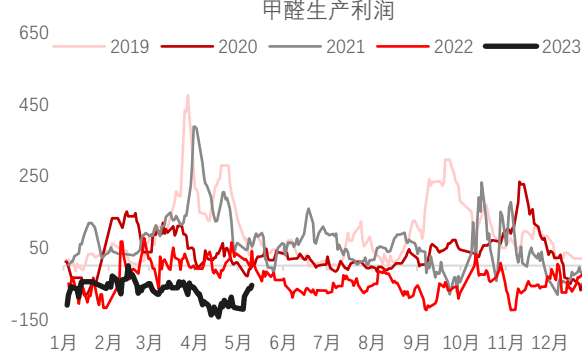
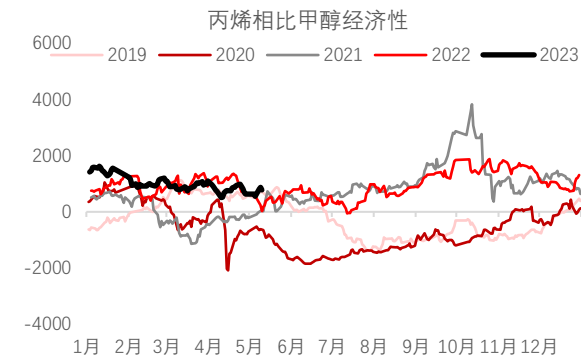
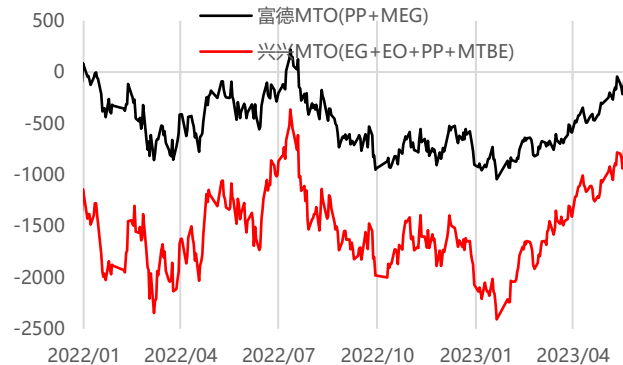
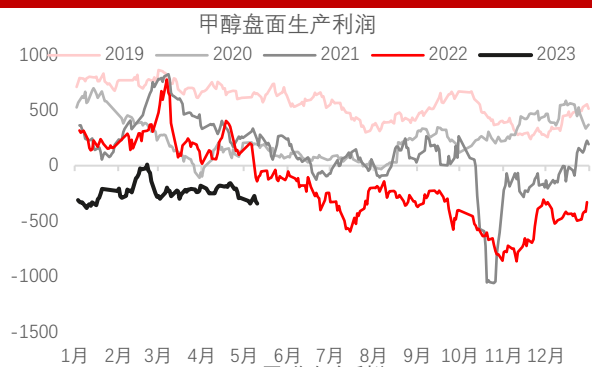
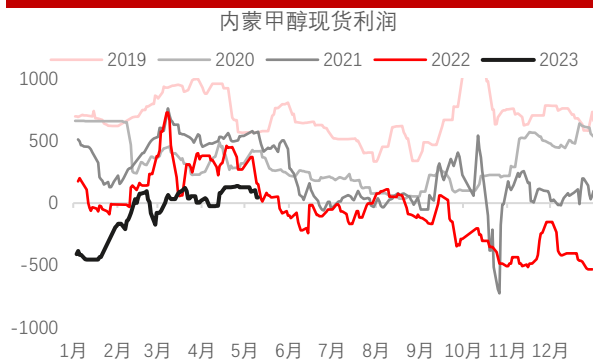
油化工——利润在纯苯及PX端，TA及EB盘面亏损，聚酯利润修复，EB下游内卷，利润低位



烯烃——MEG长期亏损，虽然在逐步修复，但亏损仍较多，2P利润修复但综合利润下滑



煤化工——盘面亏损，现货小幅利润，下游利润不同程度修复，支撑也有增加



中信期货

CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：中信期货研究所

估值端——持续下跌后，盘面已全面亏损，下游利润也有修复，逐步限制下跌空间

- ◆ **上游利润去看：**PTA和苯乙烯的产业链利润仍在PX和纯苯端，主要受到调油预期及本身供应偏紧的格局支撑，TA和苯乙烯环节是全面亏损的。烯烃及煤化工也是处于全面亏损状态，但还没有深度亏损，而且现货还有一定利润。
- ◆ **下游利润去看：**弱需求周期下，大部分下游行业是比较内卷的，订单内卷到利润内卷，下游持续低利润状态。不过4、5月价格持续调整后，下游利润还是有一定程度修复的了。
- ◆ 综合前面动态估值及化工品相对估值去看，化工品自身可压缩估值空间已相对有限，且下游利润也有不同程度修复，叠加原油及煤炭5-6月可能仍偏承压，但边际压力也将逐步转弱，除非美国爆发金融危机，进入衰退。
- ◆ 相对而言，油化工（PTA、苯乙烯）的估值是要高于煤化工及烯烃的，但油化工要跌下来需要PX和纯苯加工费继续下行，那需要调油需求证伪或者原油价格持续下跌。



中信期货

CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所

化工需求结构——偏消费，传统基建、地产、出口都会影响需求

	传统基建	地产后端	消费（含家电）	汽车	出口(含品种和下游)	能源	农业	化工
沥青	AAA	A			A	A		
高硫燃料油					AAA	AA		
低硫燃料油					AA	AAA		
PTA/MEG/短纤		A	AAA		AA			
塑料	A	A	AAA		AA		AA	
PP		A	AAA	A	A			
PVC	A	AAA	A		A			
尿素		A			AA		AAA	
甲醇		A			A	AA		AAA
苯乙烯		AA	AAA	A	A			AAA



中信期货
CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所

化工需求以消费为主，虽然地产竣工端对化工直接影响比较窄，但也会间接影响到家电、汽车和传统基建的终端需求

- ◆ PVC【地产】：管材35%，型材门窗14%，地板墙板12%，薄膜10%，软制品23%
- ◆ 沥青【传统基建】：21%建筑防水材料，74%公路、市政、机场路
- ◆ PTA和MEG【服装】：涤纶长丝50%（54%服装，29%家纺，17%工业用），合计14.5%
- ◆ 苯乙烯【家电】：27%EPS（65%泡沫包装，30%板材），23%PS（13%建材，电子电器49%，日用品和玩具17%），22%ABS（10%建材，61%电子电器），合计地产需求占比13%
- ◆ 尿素【农业】：三聚氰胺做板材13%，直接施肥52%，14%复合肥
- ◆ PP【消费】：PPR热水管3%，塑编袋（水泥15%、化肥、粮食等）32%，合计8%
- ◆ 甲醇【化工和能源】：甲醛做板材3.5%，C/MTO50%
- ◆ PE【消费】：55%薄膜（农膜12%，包装膜43%）、管型材12%（油气、给排水、灌溉）、中空13%（桶、瓶）
- ◆ 建材类需求占比排序：PVC>沥青>PTA>MEG>苯乙烯>尿素>PP>甲醇>PE
- ◆ 但也要关注地产对其他行业的影响，比如传统基建（基建资金来源于土地财政）、消费（家电和汽车、家纺，家电销量跟房屋销售趋势相关），这个属于间接影响。



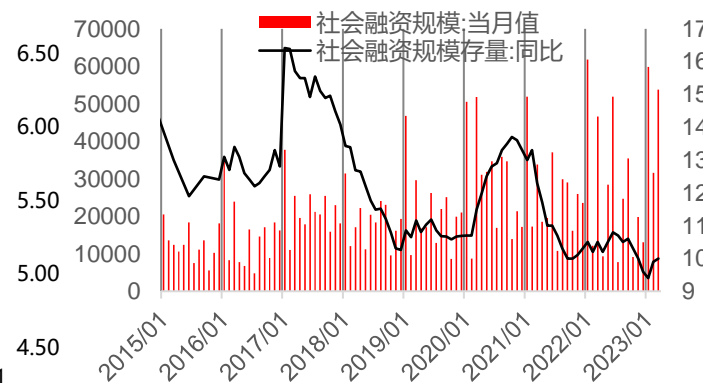
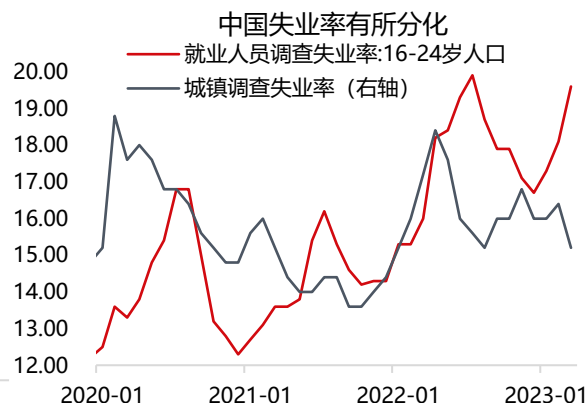
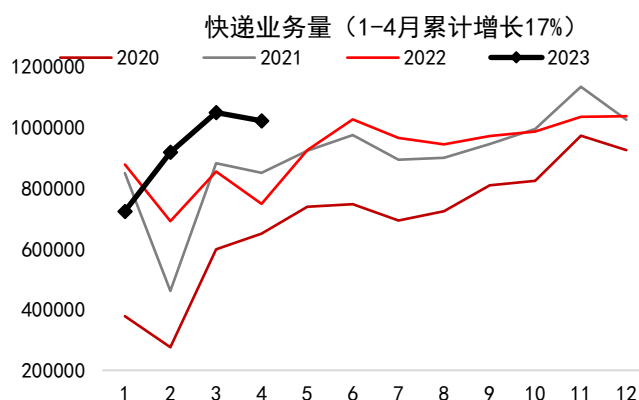
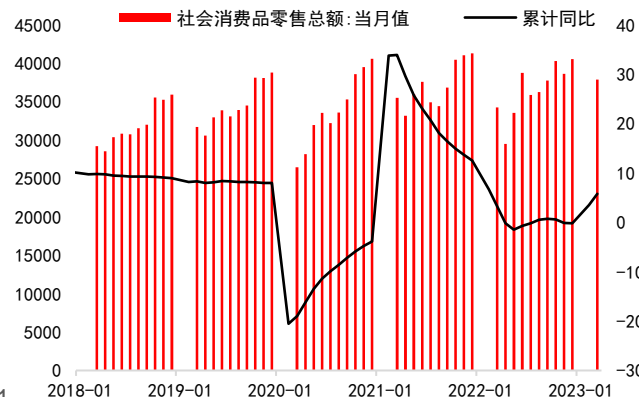
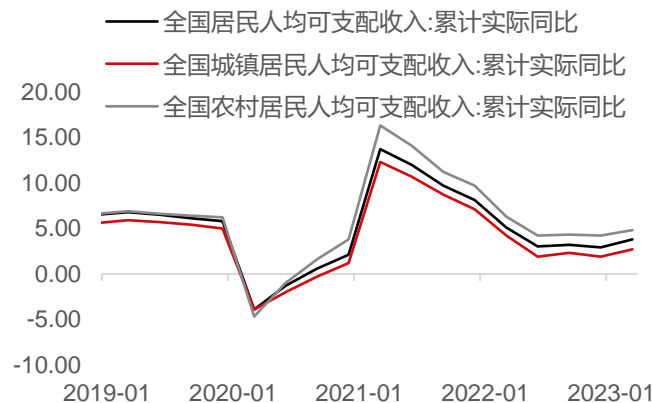
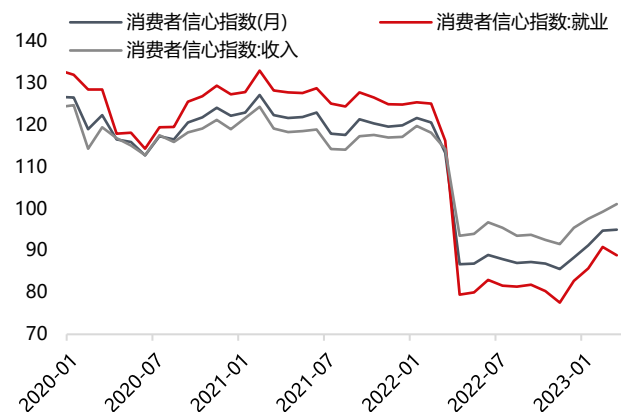
中信期货

CITIC Futures

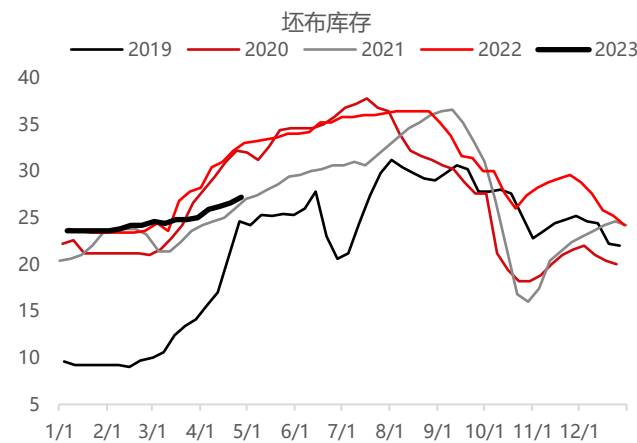
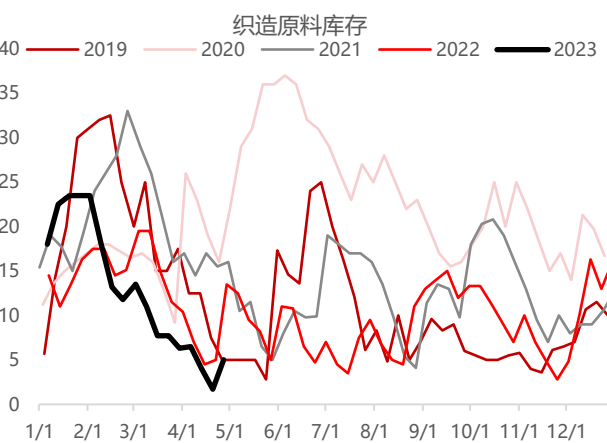
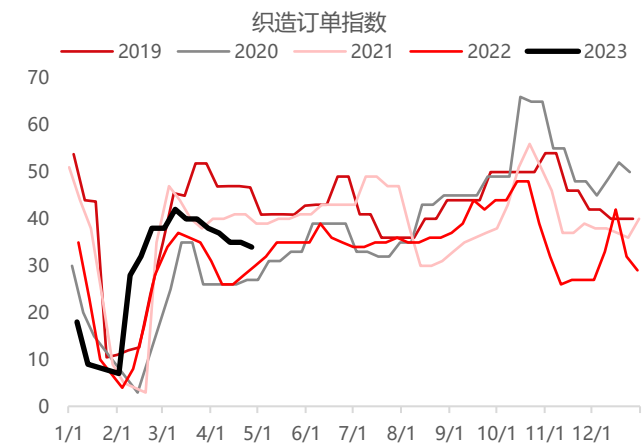
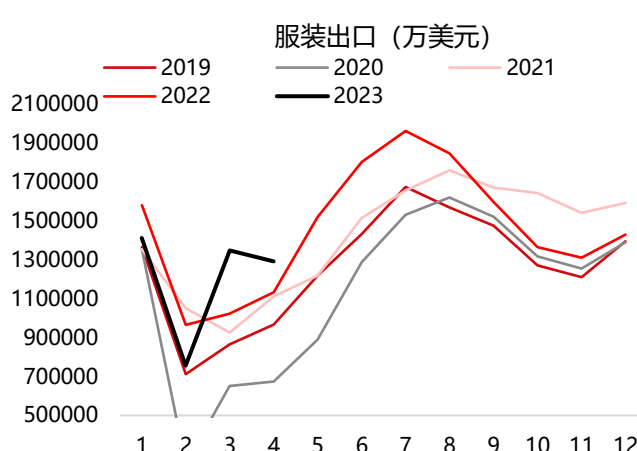
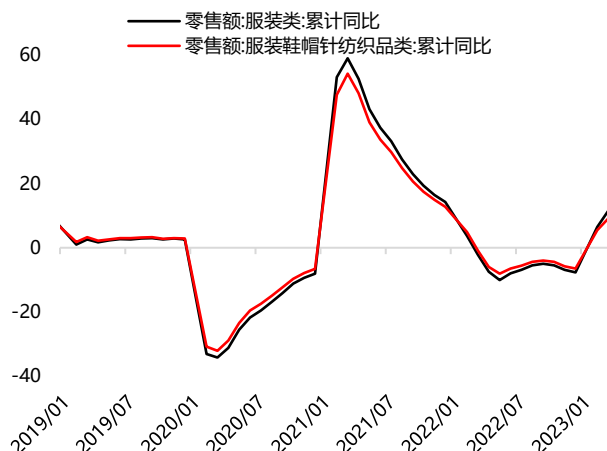
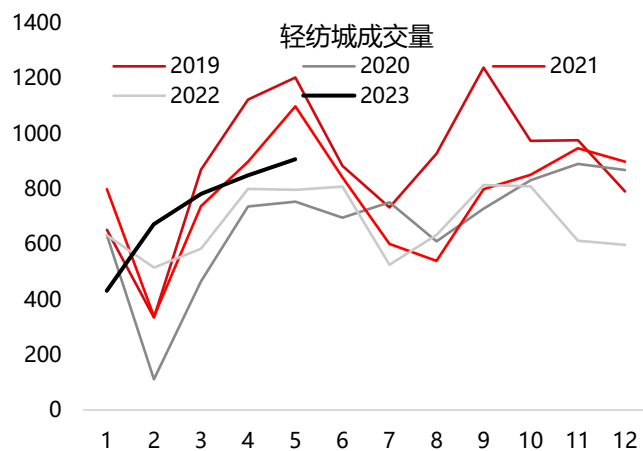
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所

易耗品——消费数据在好转（信心指数、零售、快递、收入），但后劲有所不足（失业率、社融），且易耗品需求弹性有限，更多弹性在贸易商及部分下游的投机需求

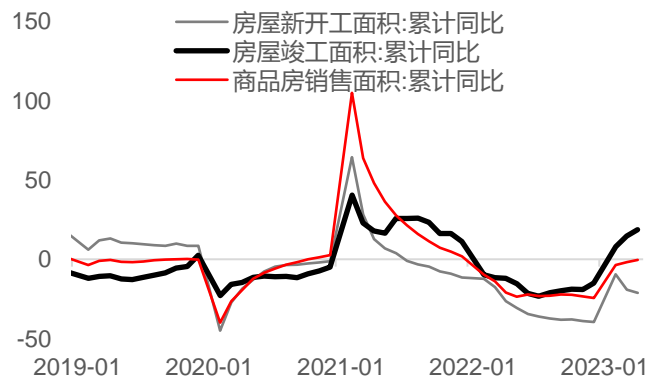
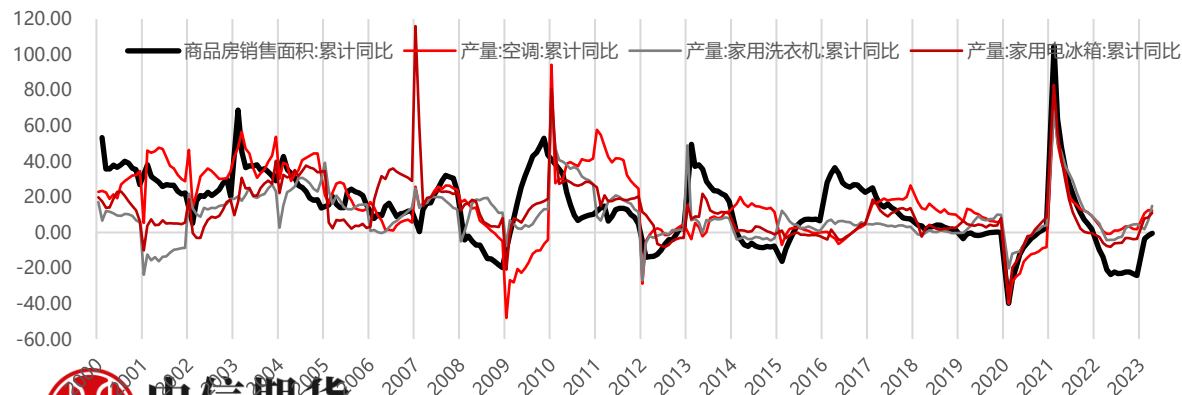
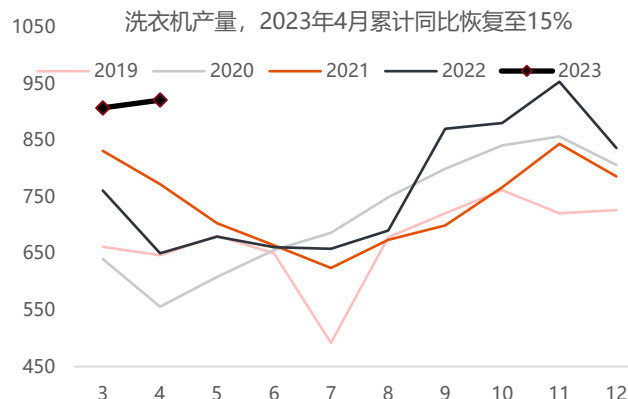
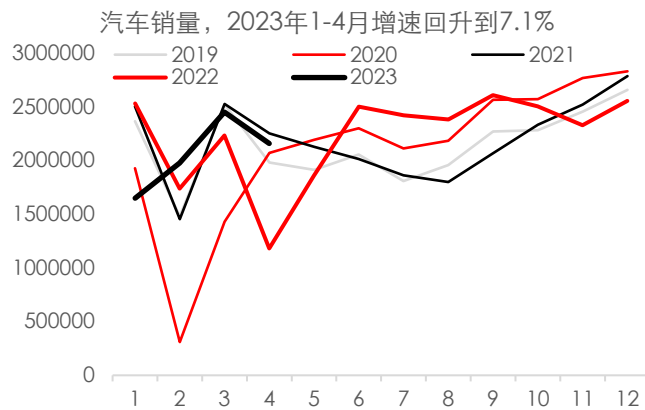


终端易耗品内需——非必选的服装消费也在改善，产品库存已近正常，原料库存低位，订单同比也有回升



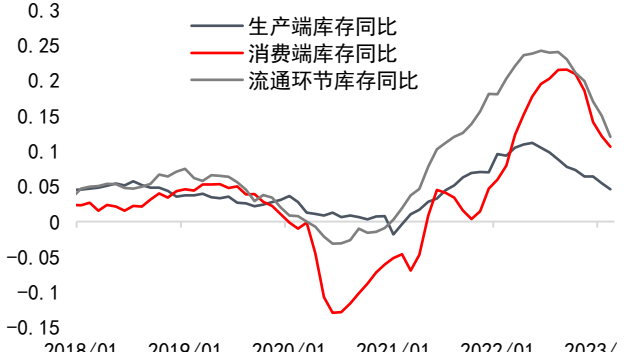
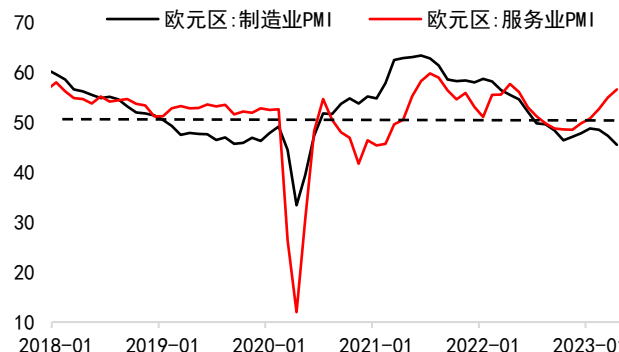
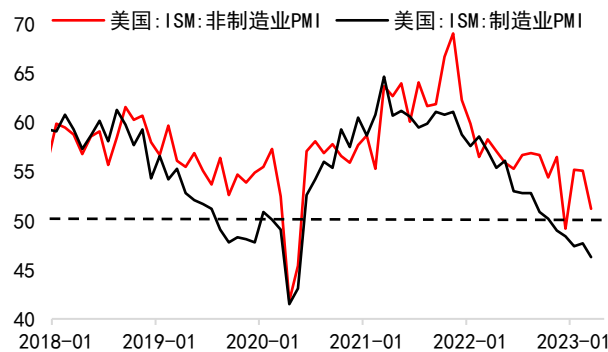
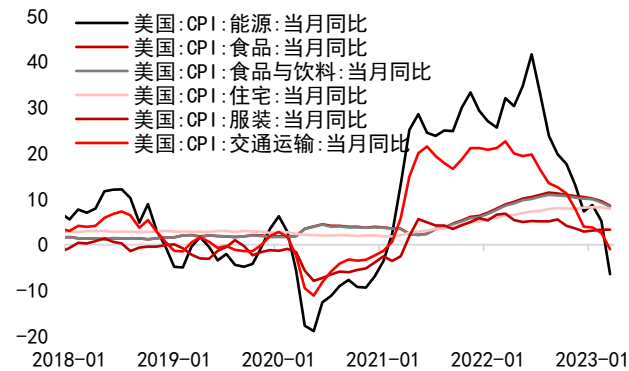
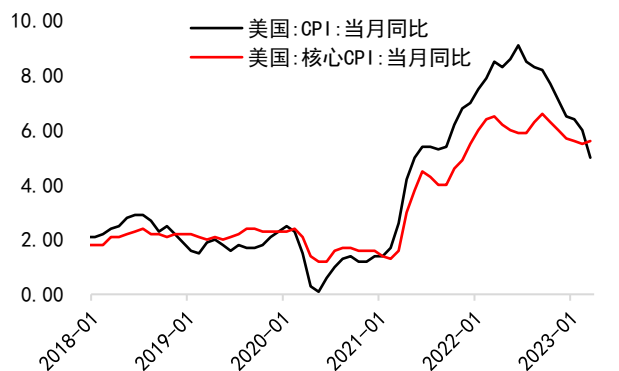
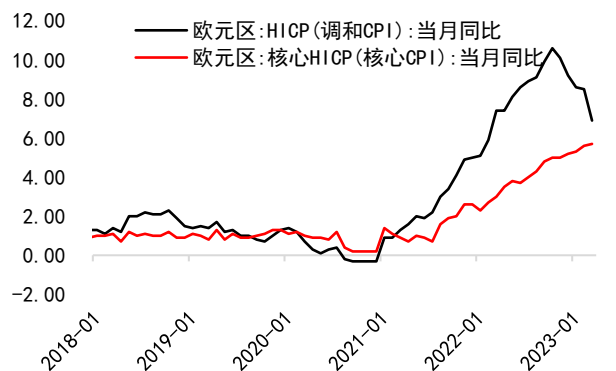
耐用品——地产保民生保稳定，信心仍不足，不过汽车和家电消费恢复，关注政策推动

- ◆ 4月地产销售跌幅扩大，1-4月累计同比-11.8%，5月仍有进一步走弱可能，新开工1-4月累计同比-21.4%继续下滑，仅有竣工仍在持续改善中，1-4月18.2%。
- ◆ 目前地产竣工数据较好，还是保交楼政策的推动，但新开工仍处于修复乏力的状态，地产仍未看到良性循环。
- ◆ 4月乘用车销售增速增长87.6%，产量增速78.6%，受到去年基数低的影响，同时跟促销费政策推动有关。
- ◆ 3月白色家电产量增速也修复至2.4%，2月为-29.2%，销售增速6.2%，其中洗衣机4月增速恢复到15%。



终端外需——欧美是我国下游产品主要出口地，欧洲压力减弱，美国重点关注债务上限 风险对预期的影响

- ◆ **CPI整体下行，但核心CPI（剔除粮食和能源，国内宏观政策无法影响）仍处高位：**市场普遍预期美联储5月仍加息25BP，市场预期加息或渐入尾声。
- ◆ 欧美PMI制造业持续下行，服务业表现仍尚可，在50以上，且欧洲已逐步复苏，美国仍偏承压（高通胀、高利率）
- ◆ 美国联邦政府债务规模在1月19日达到31.4万亿美元的法定债务上限。财政部长耶伦此前表示，非常规措施将帮助联邦政府履行义务至6月初。债务上限愈发成为两党政治斗争的工具，两党都希望通过利用这点，逼迫对方让步。市场对X日（非常规措施和现金用尽）预估主要在7月到8月，市场避险情绪将逐步膨胀。



中信期货
CITIC Futures

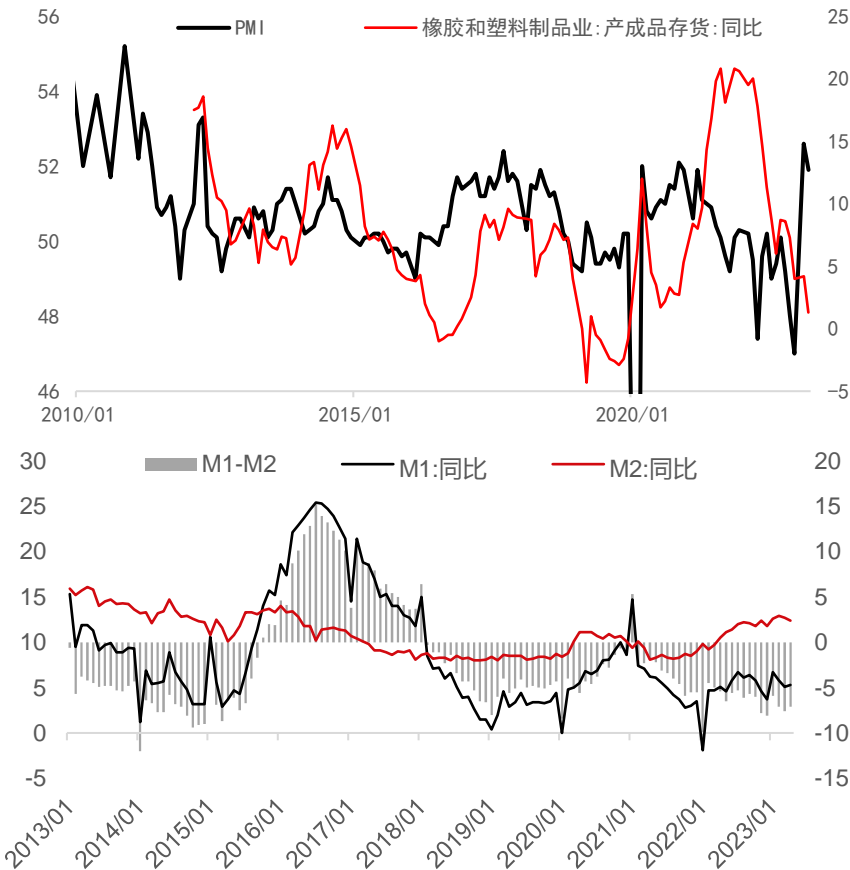
重要提示:本报告难以设置访问权限,若给您造成不便,敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户;市场有风险,投资需谨慎。

数据来源:wind、中信期货研究所

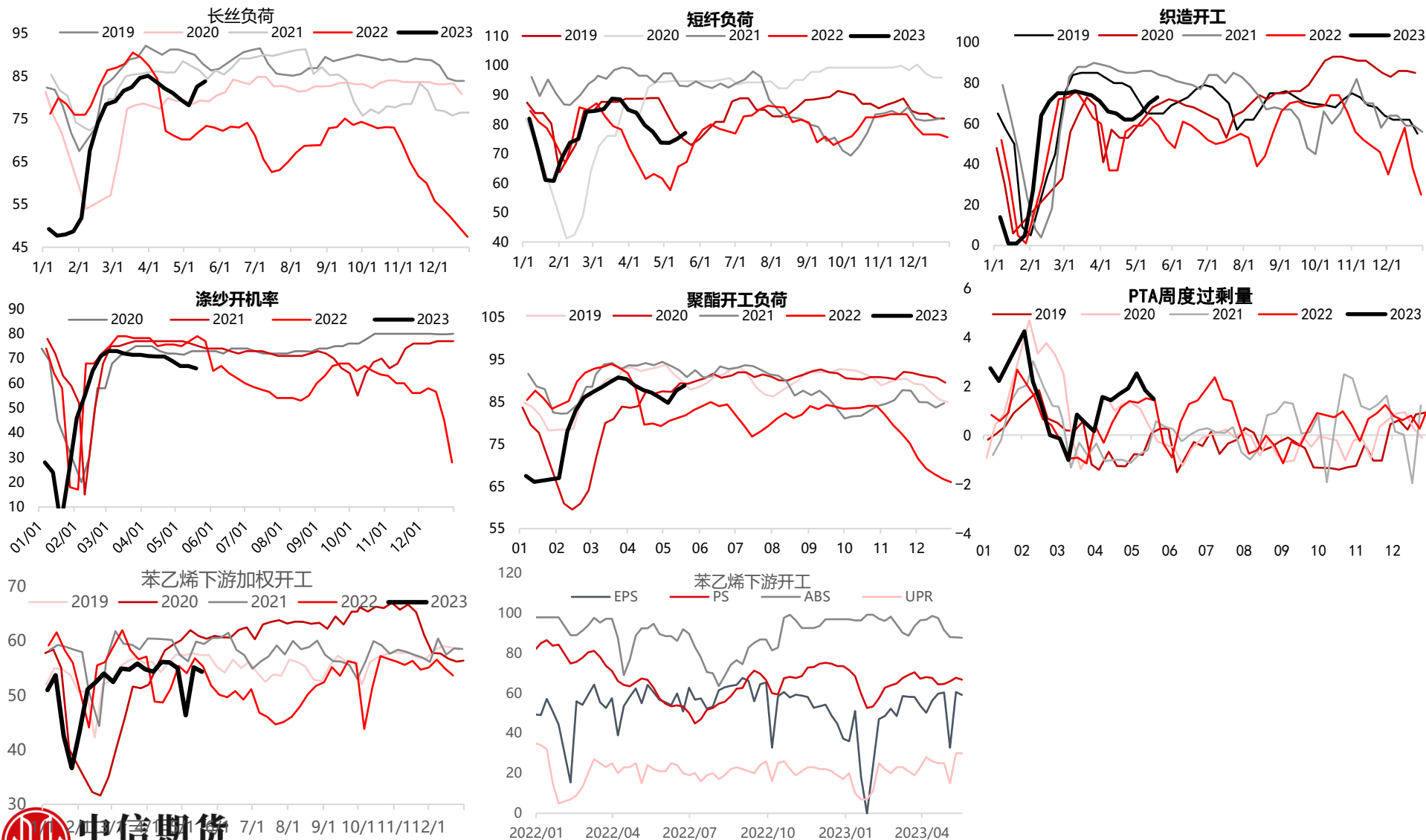
库存需求——流动性和去库周期下显压力，新一轮库存周期看三季度是否兑现，二季度投机需求更多是节奏



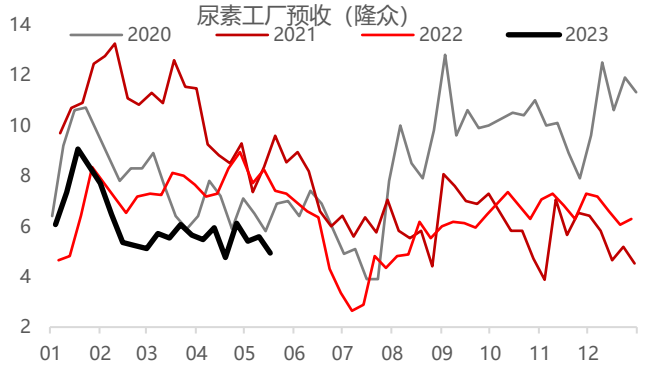
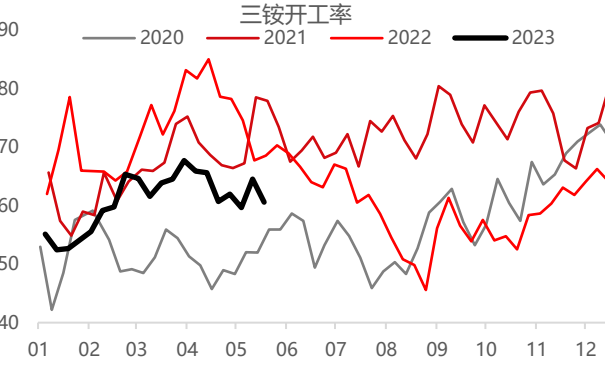
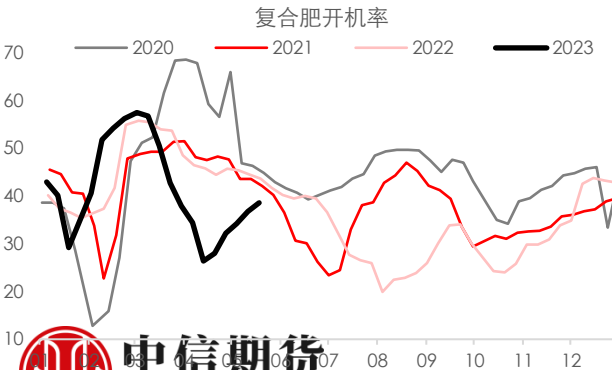
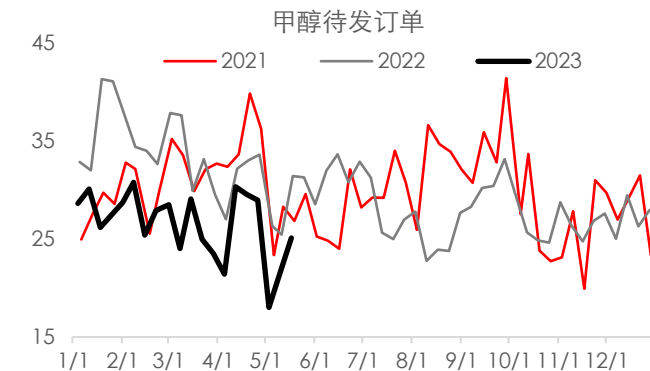
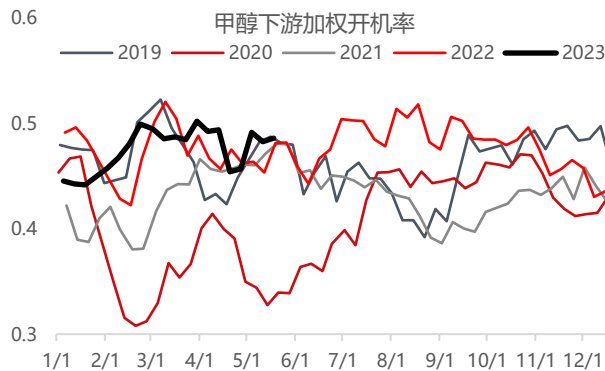
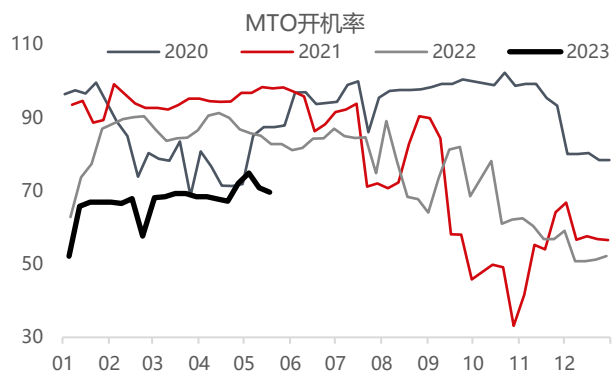
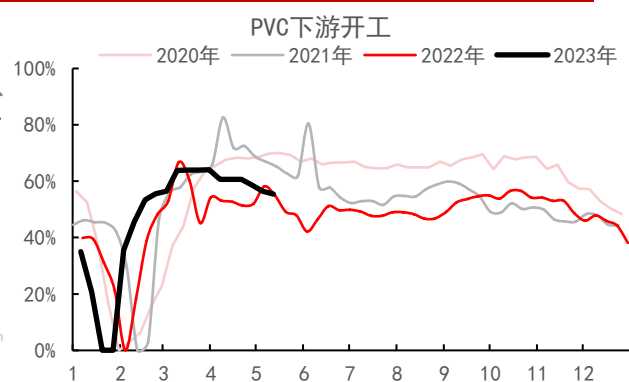
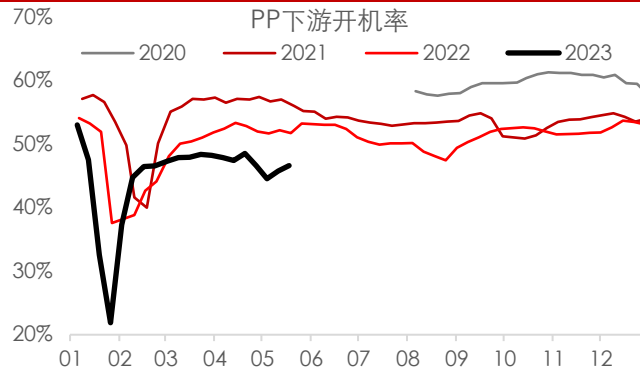
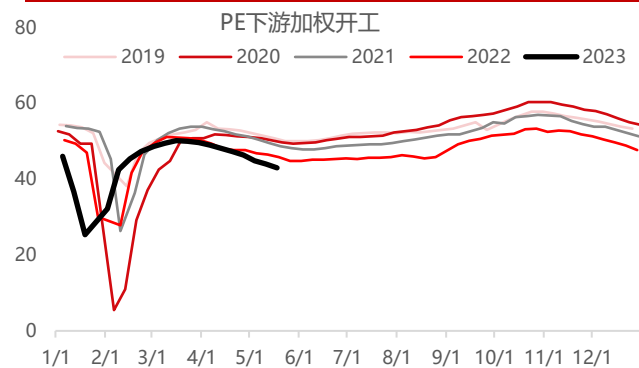
历史上的去库周期	时长
2020年3月-2020年10月	7
2018年10月-2019年11月	13
2014年9月-2016年7月	22
2008年8月-2009年8月	12
2004年12月-2006年5月	17
2001年8月-2002年10月	26



油化工下游需求——疫情放开后下游需求都在修复，但整体需求感知偏弱，支撑不足



烯烃及煤化工——3月后下游开工多低于去年同期



需求端——上半年外需对冲内需，下游感知疲软，心态悲观，下半年看持续复苏力度

- ◆ **终端宏观需求**：疫情管控放开后，带动了服务业的全面复苏，也刺激了消费的回升，从宏观数据去看是全面复苏的，直到4月数据出现一定程度的疲软，复苏预期未被证伪，但仍定位在**弱复苏基调**。
- ◆ **下游微观需求**：但各行业下游微观感知疲软的，原因我们认为有多方面，从我们多地调研的情况去看，行业内卷增加，**下游工厂降低风险，收缩杠杆**；外需下滑带来出口型工厂回归内地需求，加剧工厂订单竞争；**大厂订单更加集中化**，中小型工厂订单减少。
- ◆ 今年上半年需求除了刚需承压外，还有一个就是心态的悲观，导致**下游工厂持续主动去库存**，维持低库存策略；另外就是工厂采购原料基本上是**跌价就买，涨价不追**的状态，使得整个市场的需求维持疲软状态。



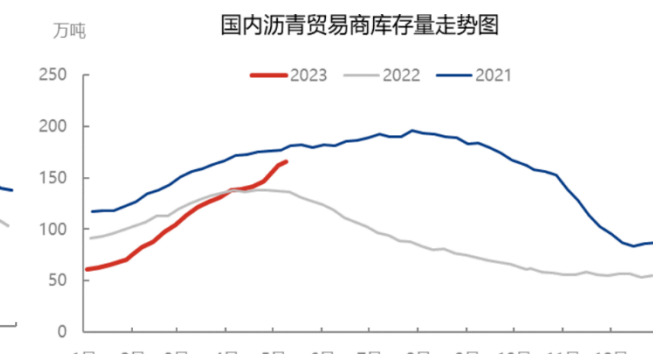
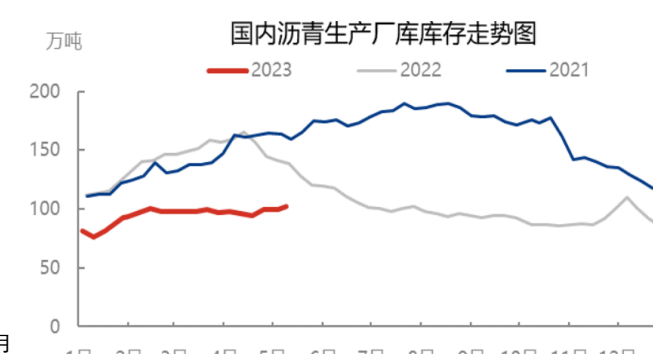
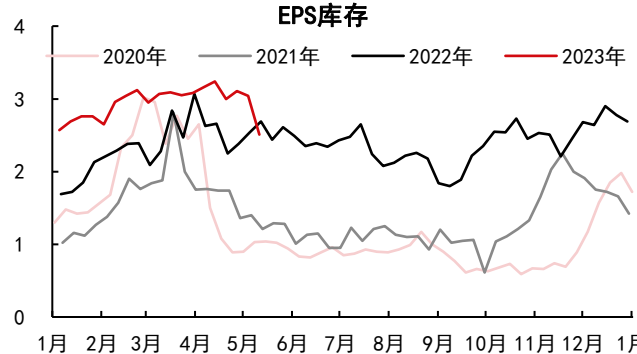
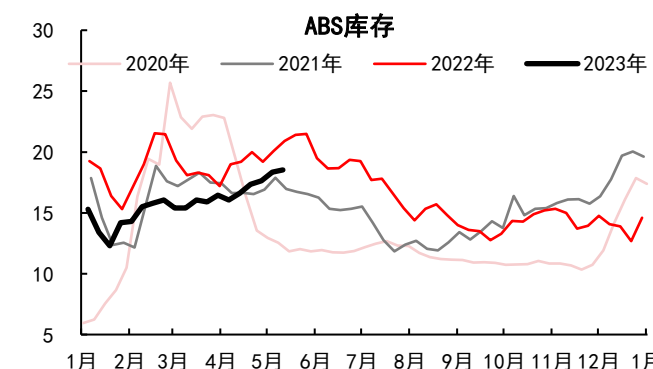
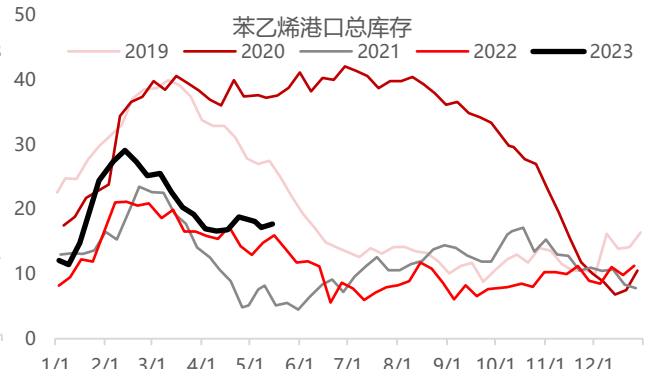
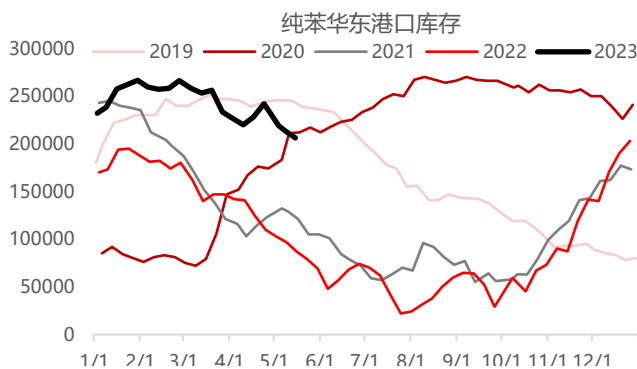
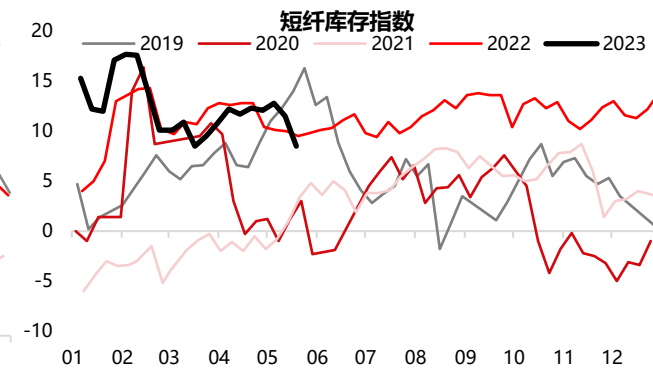
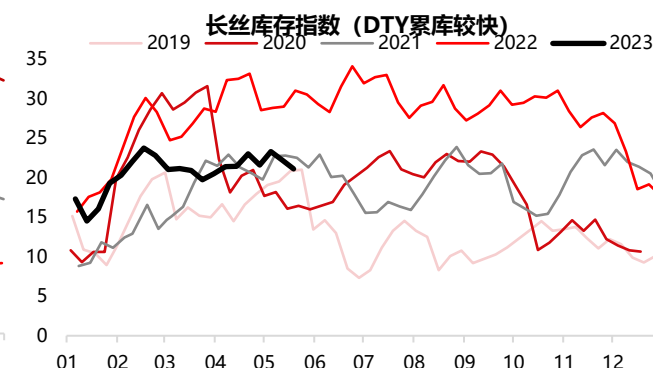
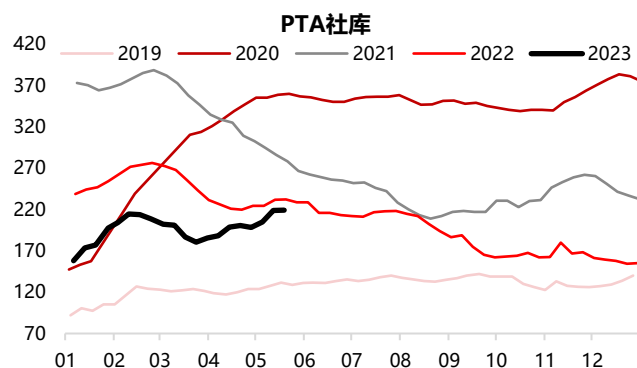
中信期货

CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所

油化工——TA下游减产去库存，上游库存有所积累；苯乙烯下游库存偏高，自身库存中性

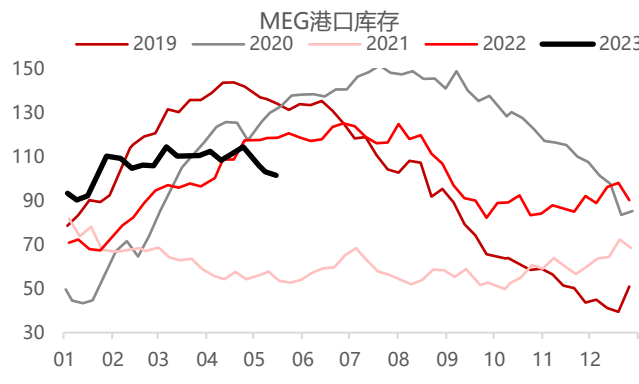
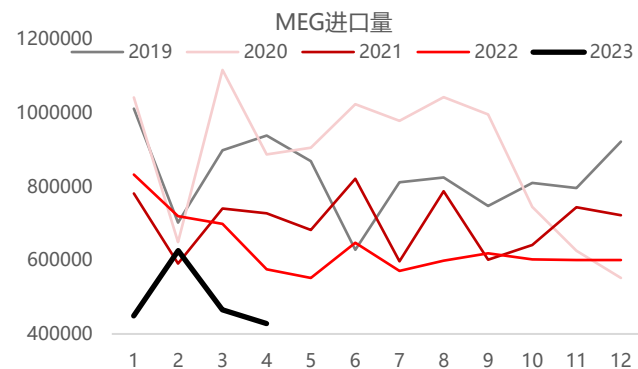
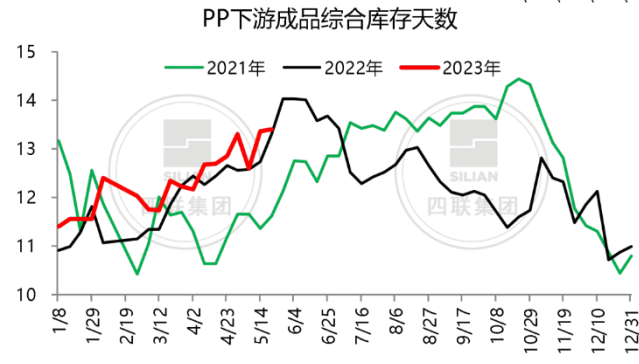
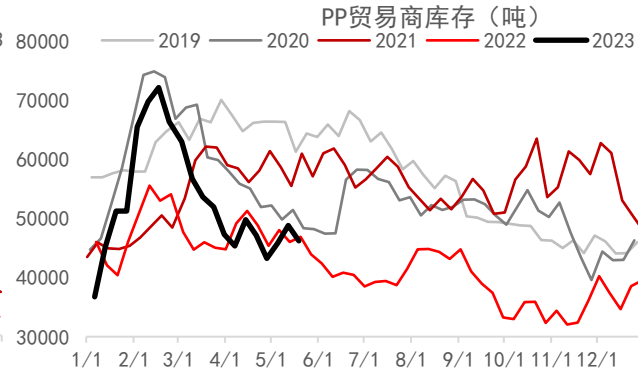
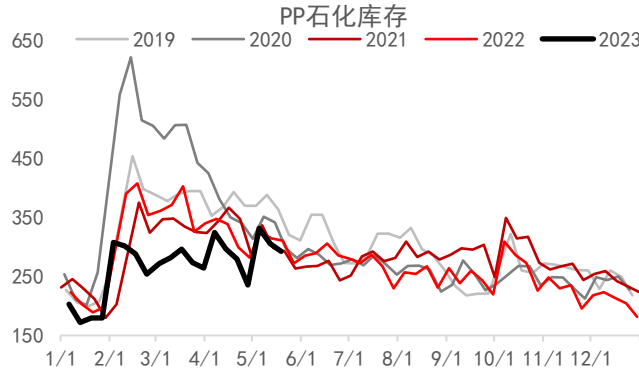
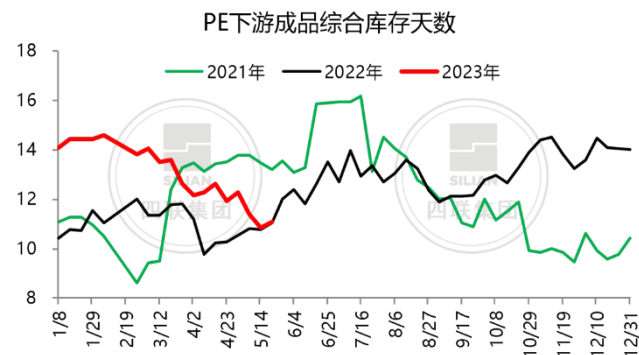
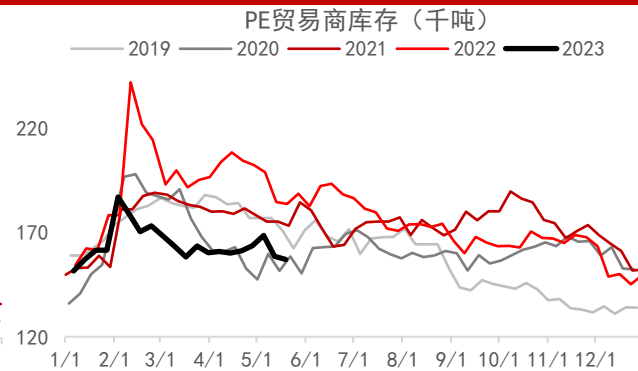
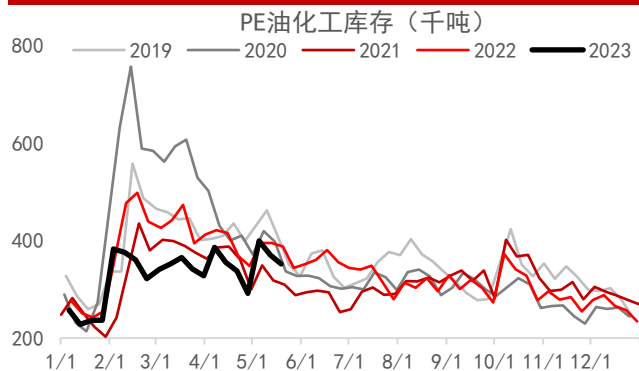


CITIC Futures

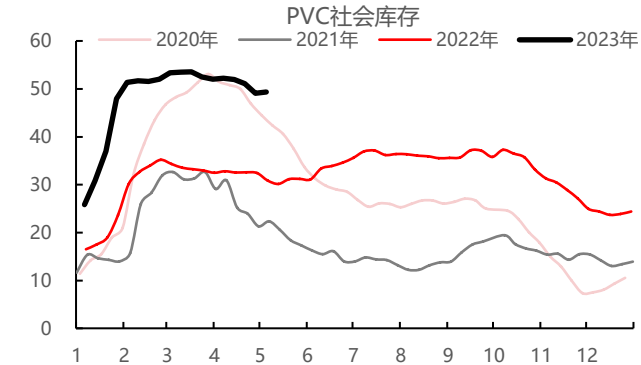
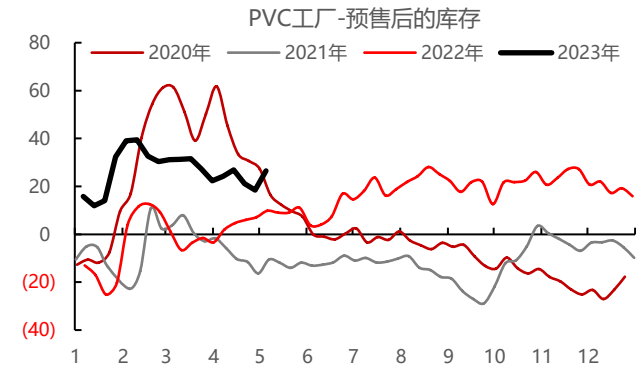
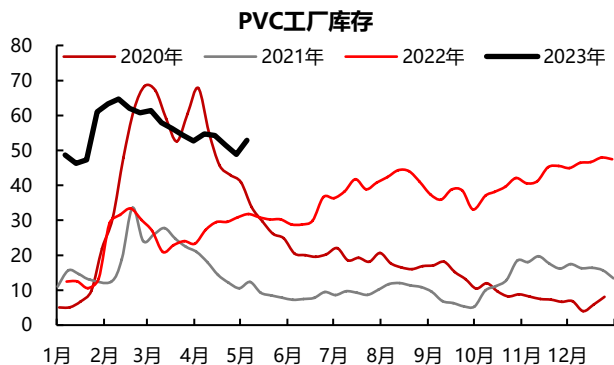
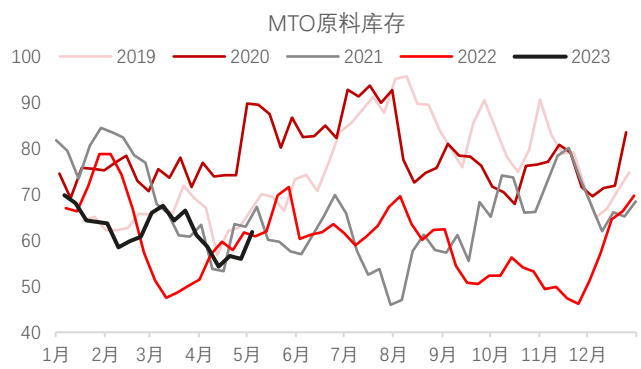
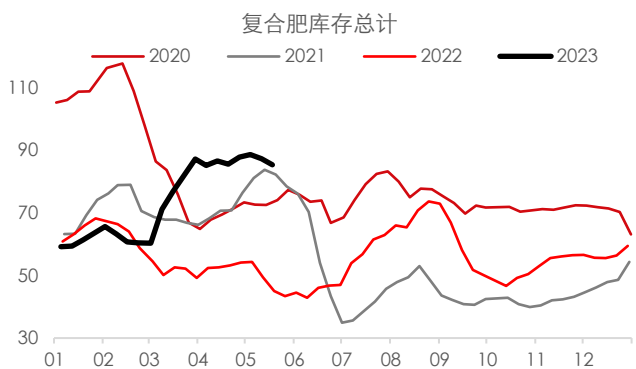
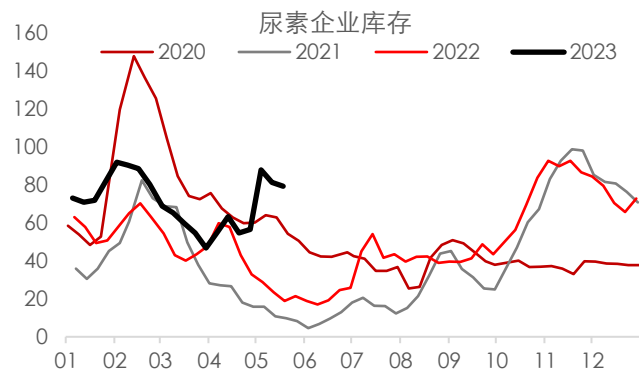
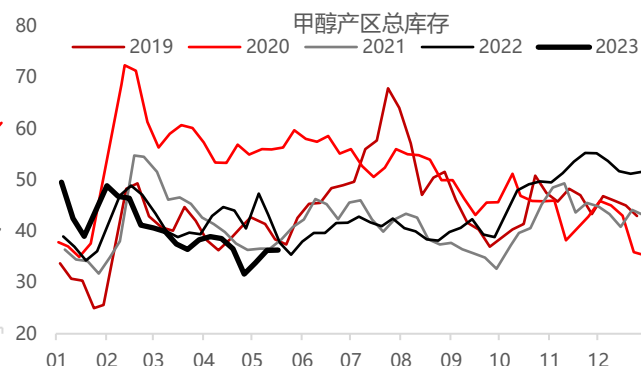
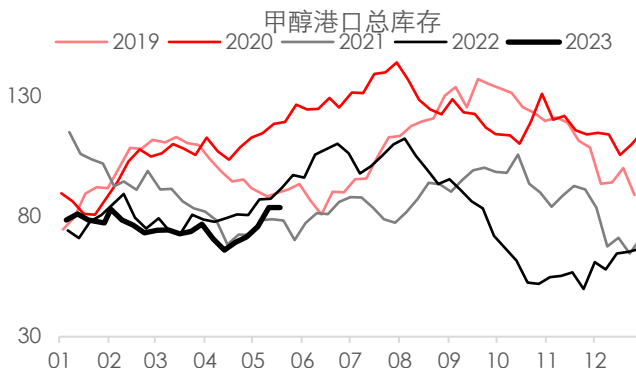
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所

烯烃——上游库存偏低，下游压力相对偏大



煤化工——尿素和PVC库存压力偏大，甲醇状况偏好，但累库预期强烈



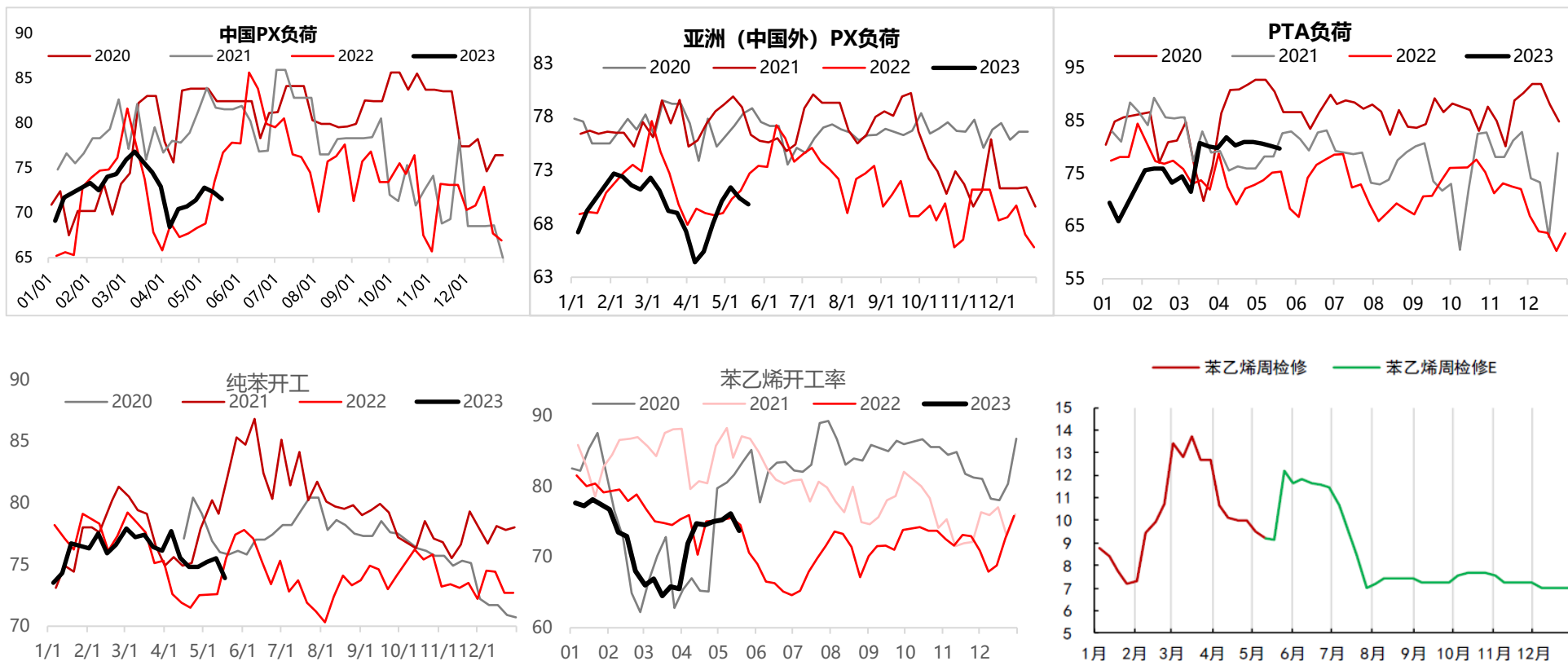
库存端——从现实去看，化工矛盾不大，下游压力稍大，但这个是供需双弱的结果，还难对价格产生明显影响

- ◆ **上游库存不高：**除了PVC和尿素之外，化工整体中上游库存都不高，主动排库影响减弱，难提供更大的额外压力，同时也给近端带来边际支撑，我们可以看到化工09合约几乎都是正基差。
- ◆ **越往下游去看，库存压力越大：**上游要么减产排库，要么通过增加计划量去排库，而今年需求疲软，导致下游库存压力偏大一些。
- ◆ 多数中下游产品库存偏高，体现了下游整体需求压力仍较大。



油化工供应弹性——调油料偏紧导致PX和纯苯开工偏低，TA和苯乙烯开工因亏损而处于偏低开工，开工都处于同期偏低水平

- ◆ 供应弹性要释放出来，需要价格反弹以及利润的修复
- ◆ 因此站在下半年的角度，潜在弹性仍限制反弹空间



中信期货

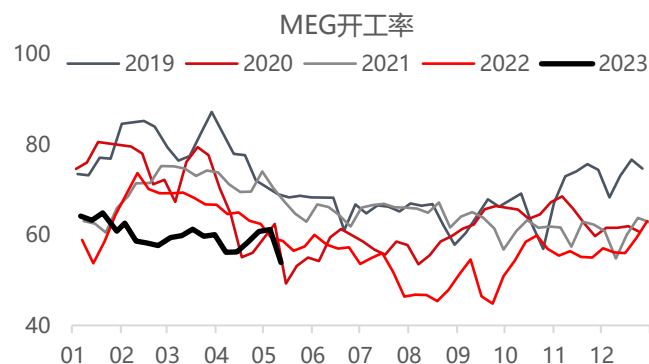
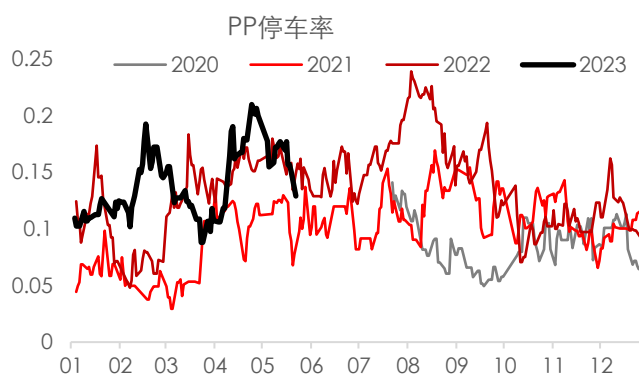
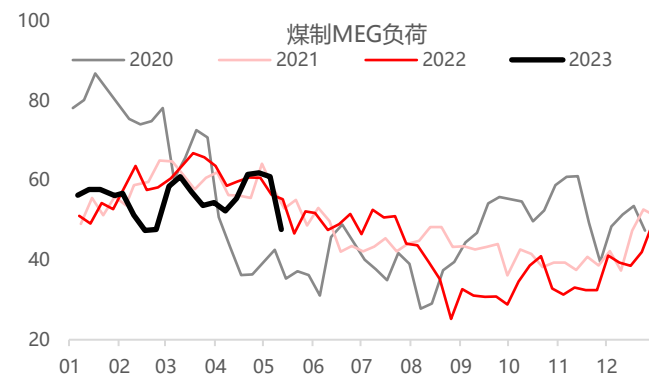
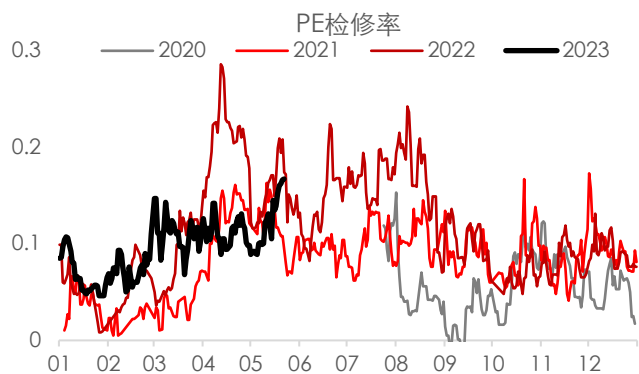
CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所 26

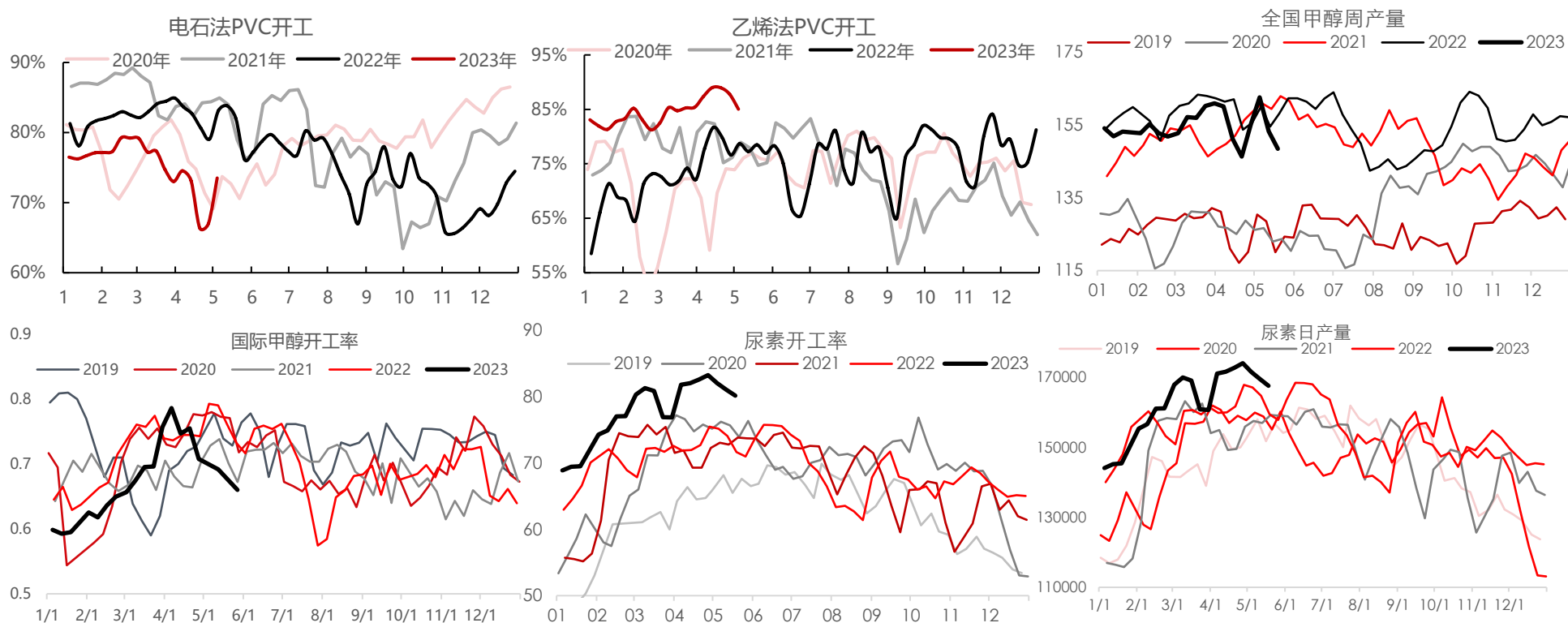
烯烃供应弹性——MEG开工因亏损处于低位，PP开工5月明显回升，PE要到7月后

- ◆ 2P利润尚可，但处于检修旺季中，三季度供应弹性压力有增
- ◆ MEG仍处于亏损减产周期中



煤化工供应弹性——乙烯法PVC及尿素因利润而开工高位，但电石法PVC和甲醇开工低位

- ◆ 乙烯法PVC利润高企，尿素现货利润不论是固定床还是气流床利润都较好，因此两者开工持续高位
- ◆ 但电石法PVC尤其是外购电石的持续亏损，甲醇春检周期中，且煤制甲醇利润低位，开工也处于偏低水平



中信期货
CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

数据来源：wind、中信期货研究所 28

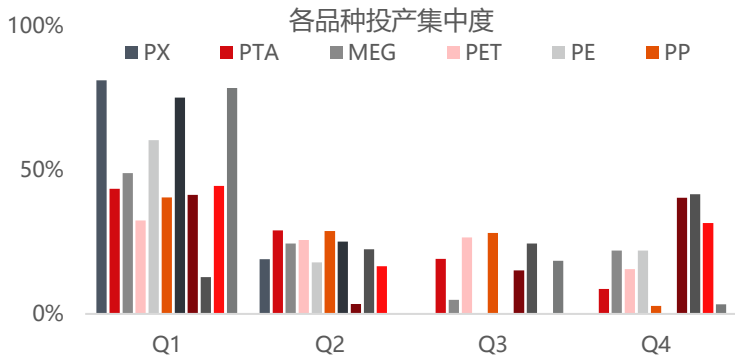
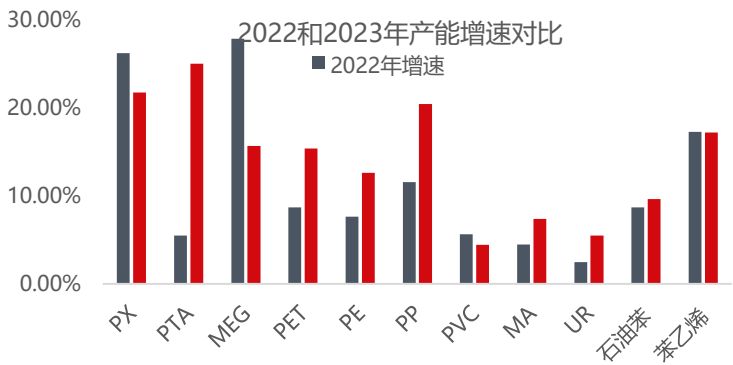
存量供应弹性——高亏损对应低开工和高供应弹性，供应弹性更多体现在限制价格反弹空间上

- ◆ **亏损品种或者环节：苯乙烯、MEG、电石法PVC、甲醇**，对应的开工也是处于同期低位水平。
- ◆ **利润品种或者环节：纯苯、PX、TA、PE、PP、尿素**，芳烃因调油导致开工偏低，其他盈利品种开工都还是处于偏高水平。
- ◆ 不过从盘面去看，09合约盘面是全面亏损，供应弹性释放存在不确定性。



2023年仍处于产能周期，低利润叠加弱需求导致投产进度延后，下半年潜在产能压力很大

- ◆ 一季度兑现比例超过50%：PX、MEG、PE、PVC、纯苯及苯乙烯，上半年几乎都在70%附近，除了甲醇和尿素；
- ◆ 相比2022年，PX、MEG产能增速是下滑的，纯苯投产的力度仍不及下游；
- ◆ 油化工产能增速明显大于煤化工，但煤化工需求弹性或不及油化工，一个偏原料端，一个是农需；



	2021年	2022年	2023年	2022年增速	2023年新增	2023年增速	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	Q1占比	Q2占比	Q3占比	Q4占比
PX	2883	3638	4428	26.19%	790	21.72%	640	150			81%	19%		
PTA	6563	6923	8653	5.49%	1730	24.99%	750	500	330	150	43%	29%	19%	9%
MEG	2050	2620	3030	27.80%	410	15.65%	200	100	20	90	49%	24%	5%	22%
PET	6556	7124	8218	8.66%	1094	15.36%	354	280	290	170	32%	26%	27%	16%
石油苯	1853	2014	2208	8.69%	194	9.63%	86	32	15	61	44%	16%		31%
苯乙烯	1838	2155	2525	17.25%	370	17.17%	290		68	12	78%		18%	3%
PE	2695	2900	3265	7.61%	365	12.59%	220	65		80	60%	18%		22%
PP	3210	3580	4310	11.53%	730	20.39%	295	210	205	20	40%	29%	28%	3%
PVC	2579	2724	2844	5.62%	120	4.41%	90	30			75%	25%		
MA	9524	9950	10682.5	4.47%	732.5	7.36%	302.5	25	110	295	41%	3%	15%	40%
UR	7300	7480	7890	2.47%	410	5.48%	52	92	100	170	13%	22%	24%	41%

核心矛盾和观点——下半年需求旺季叠加预期好转对抗高供应弹性，化工重心偏回升

	多空博弈点	观点汇总
PTA	消费回升，低加工费降低开工——PX及PTA产能周期	谨慎偏弱
MEG	需求恢复、低估值带来低供应、产能周期尾声——存量供应高位	震荡反弹，多MEG空PTA
塑料/PP	需求旺季叠加预期好转、回料替代支撑——产能过剩周期	震荡反弹，多L空PP
PVC	低估值、产能周期尾声——地产弱预期、高库存	底部震荡，核心在于地产政策和需求
尿素	低估值、冬储预期、冬季天然气紧张——高库存、高供应弹性	先弱后强
甲醇	低估值、冬季天然气紧张——弱需求、高供应弹性	底部震荡，PP-3*MA冲高回落
苯乙烯	纯苯支持、低库存——产能过剩周期、弱需求	谨慎偏弱



中信期货

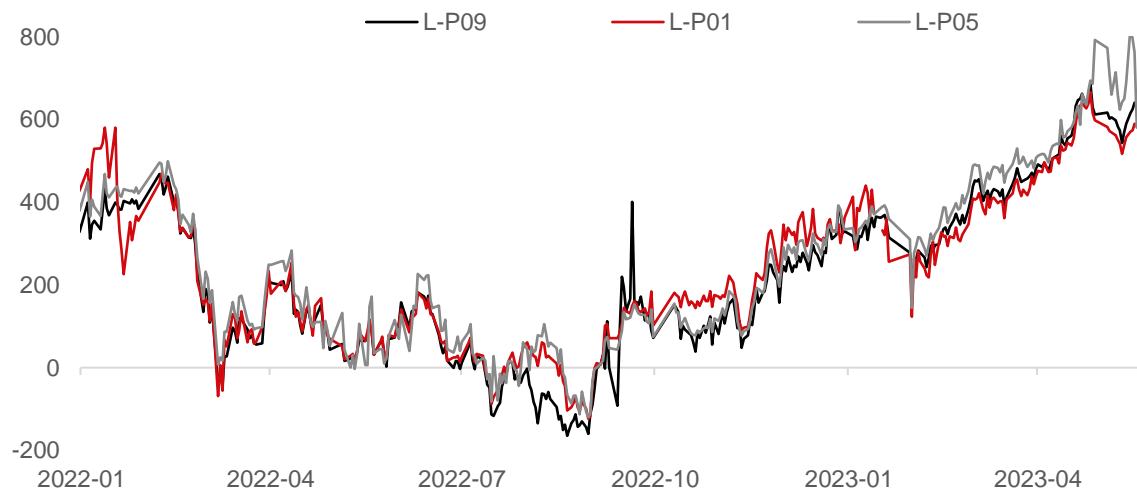
CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎

数据来源：wind、中信期货研究所 31

L-P价差策略——现实及预期都支撑扩大，短期回调是估值端差异带来的，但可持续性谨慎，维持扩大走势，只是空间仍偏谨慎

- ◆ 上周L-P有所缩窄，09合约收盘605，现货价差710，近期缩窄驱动主要是2P的估值差异，PP估值偏低，下行空间受限，而PE相对偏高，可压缩空间偏大，但我们认为目前驱动仍有现实和预期端两端的支撑，从库存角度以及供需边际变化去看，L仍要好于PP，且预期上的产能压力差异，也是PE继续好于PP，只是5月要关注进口端压力的传导。
- ◆ 未来去看，我们认为现实和预期仍有利于L-P的扩大。首先现实端PE现货面支撑仍要强于PP；其次是预期上，从单边驱动角度看，现实压力不大，而国内复苏预期仍在，单边仍有偏强支撑，在此单边预期下，考虑到PP潜在供应弹性明显大于PE，尤其是远期合约
- ◆ 不过近端或存在一些反复的风险：1、随着价格反弹，内外价差持续缩窄，这或限制聚烯烃的反弹空间，也就限制了扩大的空间；2、4月PP新产能延后到5月后，且4月PP检修力度偏大，这使得周期内尤其是05合约L-P存在反向缩窄可能。
- ◆ 我们认为长周期扩大驱动仍存，建议逢低逢低买入，不建议追高。
- ◆ **风险提示：**PP检修力度超预期，PE海外压力释放，丙烷价格大涨



中信期货

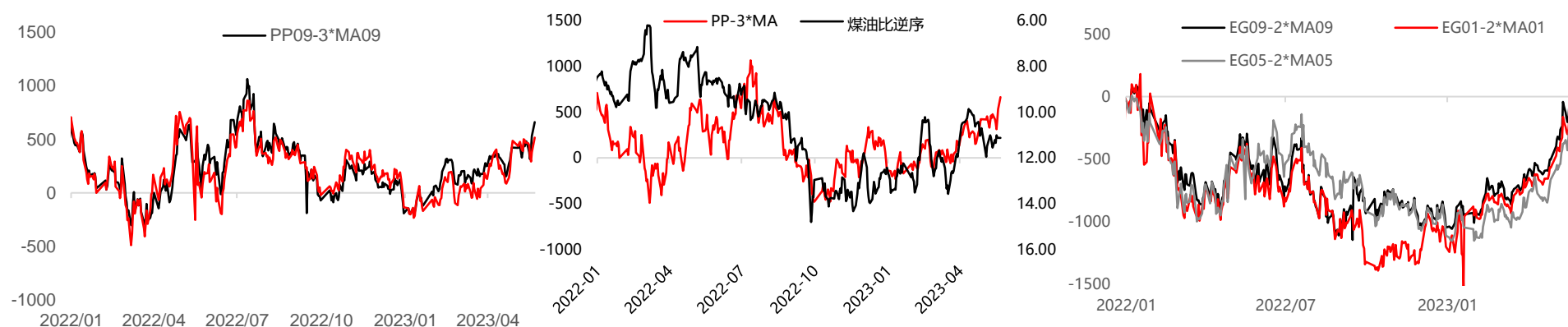
CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

资料来源：Wind、中信期货研究所

PP-3*MA和EG-2*MA——甲醇现实转弱叠加弱预期，叠加煤弱油强，MTO有修复预期

- ◆ 甲醇进入累库周期，随着春节尾声供应恢复，进口回升，而传统需求渐入淡季以及MTO需求弹性进一步减弱，甲醇供需压力逐步增加，而煤炭又持续偏弱，甲醇表现仍或承压为主。而PP估值支撑逐步增加，虽然供需仍偏承压，因此MTO仍有一定扩大驱动。
- ◆ **驱动一：**甲醇供应逐步恢复，而需求缺乏弹性，二季度逐步进入累库周期；但PP虽然供需偏承压，基准倾向向下也有累库预期，不利于价格反弹，但（MTO和PDH、PP粉）低估值不利于供应释放，且新产能压力在后移，PP表现或相对抗跌，甚至有反弹可能。
- ◆ **驱动二：**甲醇09合约对应高库存，基差也偏弱，天然空配合约；而PP09对应旺季，且目前是正基差，偏多配一些，但要看产能压力。
- ◆ **驱动三：**关注煤油比价的引导，看成品油消费旺季以及原油偏低估值是否会提供MTO需求的驱动。
- ◆ 但随着MTO利润修复，中长期MTO需求弹性不排除兑现可能，且随着PP需求支撑陆续兑现，PP供应弹性压力有望再次增加，届时MTO作为PP的重要边际供应，利润有可能再次压缩，我们认为二季度有可能看到（丙烷淡季宽松，PP新产能继续释放，甲醇下游估值支撑渐增）。
- ◆ **风险提示：**煤炭再次超预期大涨，丙烷价格大跌，伊朗甲醇供应和外运出事故



PP-1.2*LPG——类比交易PDH利润，基于当前PDH重启对冲LPG自身燃料需求下滑，近期该价差或维持高位，但长周期随着PDH投产陆续兑现以及下半年燃烧需求回升，09及01价差仍有继续压缩可能

- ◆ 近期主要是需求淡季叠加原油大跌，而PP现实压力并不大，且估值处于偏低水平，PDH利润得到一定修复。
- ◆ **供需驱动**：PDH产能投放周期仍有待兑现，且目前PDH装置正在重启中，对冲中短周期的燃料需求淡季，且下半年燃料需求逐步回升，LPG供需逐步好于PP。
- ◆ **估值驱动**：丙烷估值偏低，相对于石脑油和原油来说都处于偏低水平，PP估值虽然也不高，但PDH及粉料是最重要的边际供应，不能给其利润。
- ◆ **风险提示**：原油价格继续大跌，LPG与丙烷背离



中信期货

CITIC Futures

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

资料来源：Wind、中信期货研究所



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

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室、14层

上海地址：

上海市浦东新区杨高南路799号陆家嘴世纪金融广场
3号楼23层

致謝

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。