



缺乏强驱动

2024年3月1日

聚丙烯周报

### 报告要点:

创元研究

2月聚丙烯与原油走势继续脱钩，交易主线仍在需求情况，围绕节前的下游补库及产业链去库以及节后回来大幅累库再去库，盘面呈现N字走势，整体波动一般，依然在前期震荡区间内。

供应端来看，油制利润亏损加大，存量装置持续提升负荷的动力有限，但PDH利润的改善带来装置开工的回升，会导致整体PP产能利用率有一定提升；存量装置的供应量已经能够给到10%的同比增量，压力持续。供应端更大的边际压力在于投产，当前PDH利润的修复有利于投产的进程。需求仍需关注，贸易商库存较高不利于需求弹性，需求实质依然不佳，但两会预期下宏观情绪有一定修复，关注政策刺激。

总体上，供需变动不大，节后超高幅度累库及较慢去库也符合节前预期，但估值支撑相对走强，短期依然维持区间判断，单边交易有难度。长期，基于上游的产能扩张，保持空配思路。

创元研究能化组

研究员：高赵

邮箱：gaoz@cyqh.com.cn

投资咨询资格号：Z0016216

## 目录

<b>一、 回顾 .....</b>	<b>3</b>
1.1 2月：走势不跟原油，节前抗跌到节后难涨 .....	3
<b>二、 供应 .....</b>	<b>4</b>
2.1 产量：检修回归抬升负荷，利润压制下依然偏低 .....	4
2.2 产能：投产渐近，长期压力大于短期压力 .....	6
2.3 成本：丙烷运费受拥堵溢价回落，但地缘仍有影响 .....	7
2.4 进出口：价格优势仍在，出口维持盈利状态 .....	9
<b>三、 需求 .....</b>	<b>10</b>
3.1 下游：节后第一周复工偏慢，本周陆续恢复 .....	10
3.2 库存：节前中上游顺利去库，节后累库压力大 .....	11
<b>四、 总结 .....</b>	<b>12</b>

## 一、回顾

### 1.1 2月：走势不跟原油，节前抗跌到节后难涨

化工与原油的相关性继续走弱，聚烯烃整体波动依旧较小。绝对价格走势上，聚丙烯呈现先涨后跌再跌的N字行情，并未摆脱1月以来7250-7550的震荡区间。节奏上以春节为分界点，春节前原油弱而化工偏强，聚丙烯下游节前备库促进中上游排库加之海外供应及运输扰动下出口窗口打开，内外需求拉动基差，盘面上涨收基差；节日期间，原油基本面变动有限但地缘扰动继续主导走势偏强，春节后，原油偏强而化工弱，主因节日期间化工品累库，聚丙烯累库超预期，现货疲软基差低位，盘面走势转弱；本周以来，聚丙烯反弹增仓小幅反弹，主因下游工厂返工，上游库存去化加快，另外，原料端估值支撑走强，煤炭、甲醇、原油均出现增仓反弹。

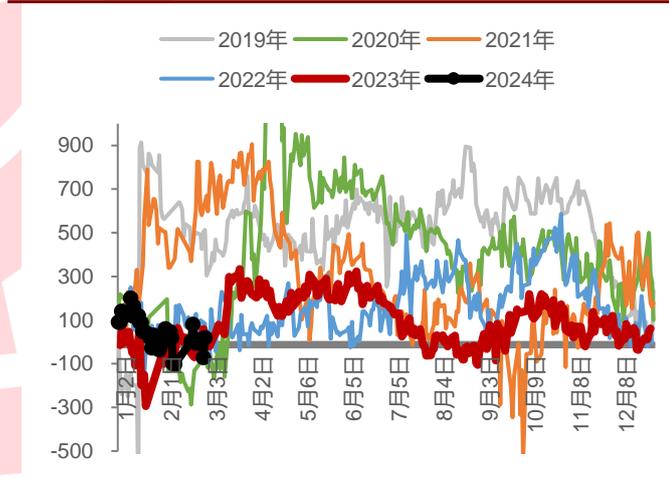
聚丙烯月间结构变动较小，维持back结构但较平，并未展现交易机会。

图：化工产业链2月以来涨跌幅（收盘价%）

周度涨跌幅	2024/03/01	2024/02/23	2024/02/08	2024/02/02	2月	年初至今
原油	0.40	0.51	5.47	1.72	3.54	11.68
低硫燃油	-0.39	-0.09	2.54	2.01	-1.16	6.58
苯乙烯	-0.25	-0.54	-0.29	5.13	2.89	6.60
燃油	-0.26	-0.22	1.17	3.15	-0.06	6.22
乙二醇	-0.69	-0.86	0.04	0.98	-3.46	4.38
甲醇	0.84	0.72	-0.20	2.78	1.41	4.03
尿素	0.46	-2.12	0.93	1.66	0.29	3.17
短纤	-0.46	-0.27	-0.14	0.65	-1.91	0.25
沥青	0.14	0.22	-0.22	-0.49	-1.34	0.77
PVC	1.31	0.14	-0.27	1.39	2.48	1.28
PTA	-0.24	0.30	0.17	1.13	-0.47	-0.47
塑料	0.74	0.18	-0.01	1.52	0.51	-0.24
聚丙烯	1.26	0.86	-0.76	1.90	0.71	-0.83
焦炭	-0.38	0.78	-0.32	2.15	1.51	-5.22
焦煤	0.82	0.37	1.15	2.19	5.14	-5.67
LPG	13.35	-1.22	0.72	0.73	13.07	-1.02

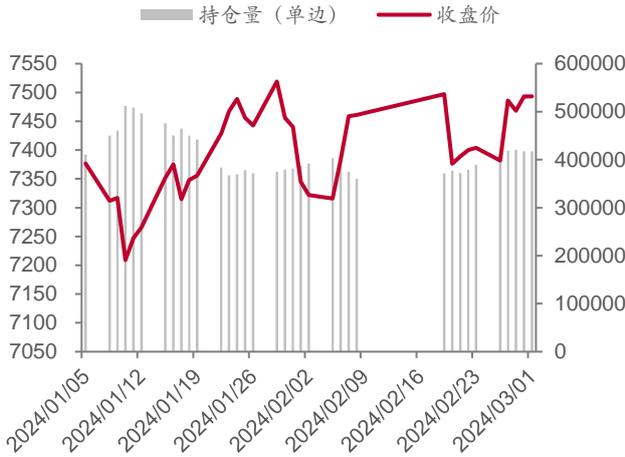
资料来源：同花顺、创元研究

图：聚丙烯基差（元/吨）



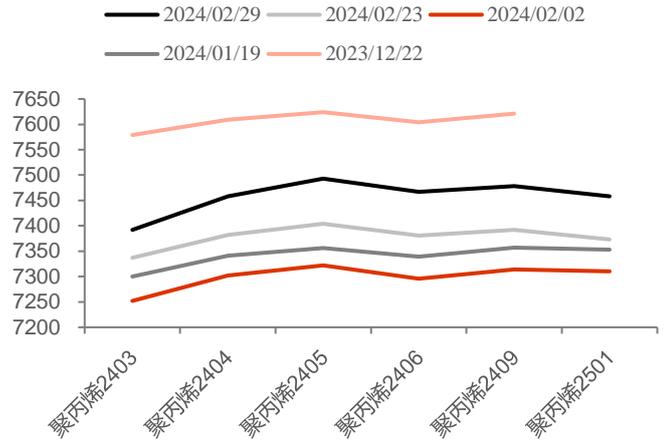
资料来源：同花顺、创元研究

图：聚丙烯主力合约盘面



资料来源：同花顺、创元研究

图：聚丙烯月间结构（元/吨）



资料来源：同花顺、创元研究

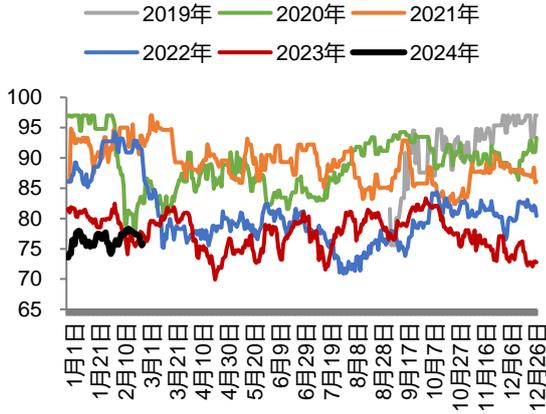
## 二、供应

### 2.1 产量：检修回归抬升负荷，利润压制下依然偏低

2月数据来看，2月检修损失量48.12万吨、产能利用率76.66%、产量268.5万吨。本月延续1月检修装置回归的逻辑，检修损失继续下滑，产能利用率继续抬升，不过结合利润角度来看，受到地缘主导下油价偏强的影响，聚丙烯油制生产亏损受成本挤压而加剧，因此，印制了产能利用率抬升的幅度。

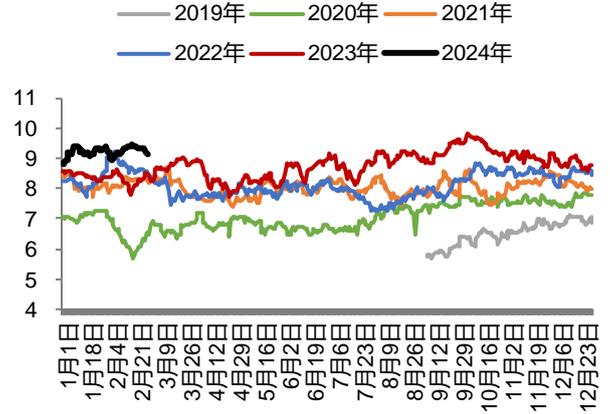
节奏上看，春节期间上游开工平稳，未出现事故等突发事件而影响整体产能，春节前及春节期间装置利用率稍高，本周受装置影响开工又有所下滑。同比来看，受到生产亏损的影响，上游的产能利用率延续低位，该现象为2022年一季度后的常态；但由于产能的高速扩张，产量依然能给出10%左右的同比增量，而上周由于产能利用率的恢复，产量同比增速在13%。

图：PP 日度开工 (%)



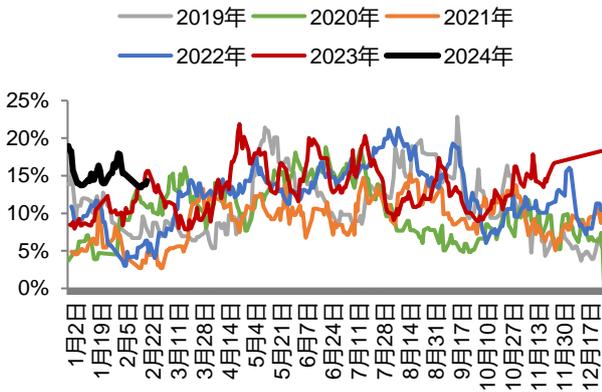
资料来源：钢联、创元研究

图：PP 日度产量 (万吨)



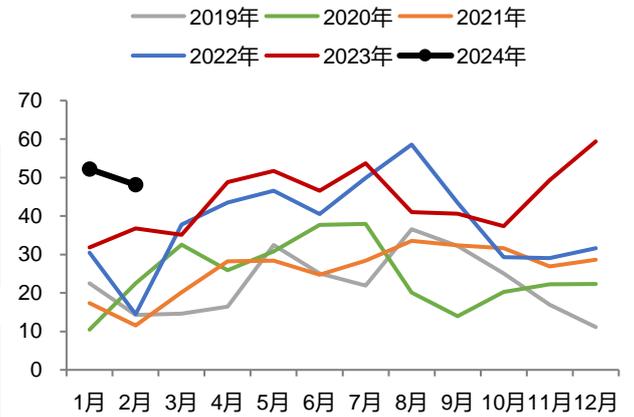
资料来源：钢联、创元研究

图：PP 日度停车率 (%)



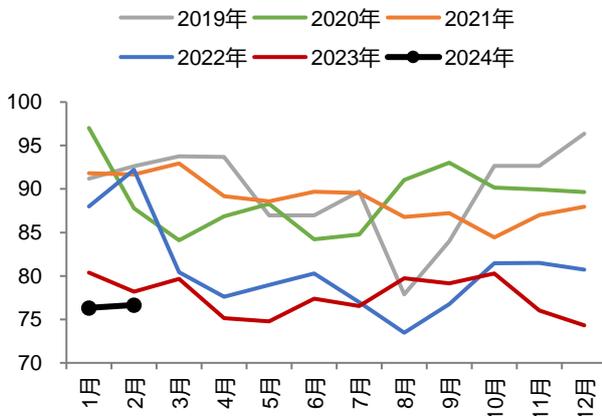
资料来源：钢联、创元研究

图：PP 月度检修损失量 (万吨)



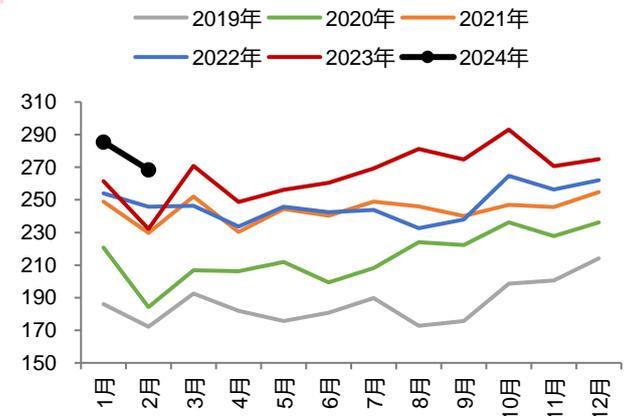
资料来源：钢联、创元研究

图：PP 月度产能利用率 (%)



资料来源：钢联、创元研究

图：PP 月度产量 (万吨)



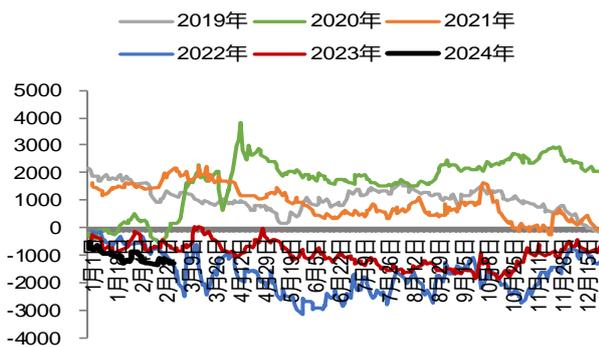
资料来源：钢联、创元研究

## 2.2 产能：投产渐近，长期压力大于短期压力

生产路径依然全面亏损，油制、MTO 受成本偏强影响亏损加剧，PDH 在丙烷转弱后亏损修复。聚丙烯产能构成上仍以油制为主，因此油制利润对整体装置的影响是最主要的，因此我们对今年聚丙烯的供应端依旧保持“延续亏损、低负荷、高供应增量”的观点。

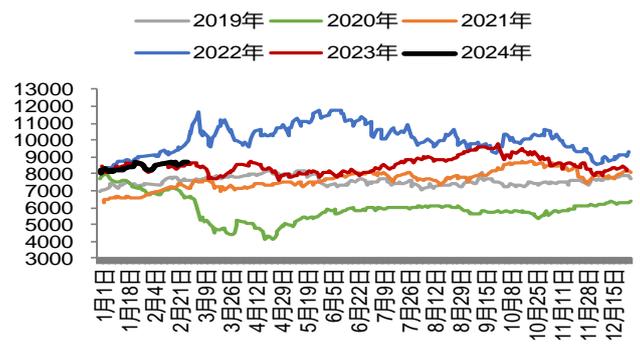
未来的增量也就是边际量主要看 PDH 装置的负荷以及是投放带来的新产能，春节期间无投产消息且近期也无投产动向，安徽天大及惠州立拓等扩能装置计划推迟到 3 月扩能，投产压力渐近。时间上慢慢临近，另外，随着丙烷价格的回落带来利润的修复也为存量 PDH 装置抬升负荷创造了空间，也为投产增加了可能性。

图：油制 PP 生产利润 (元/吨)



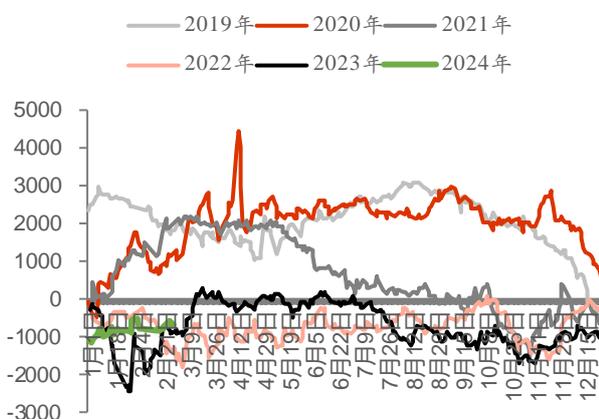
资料来源：钢联、创元研究

图：油制 PP 生产成本 (元/吨)



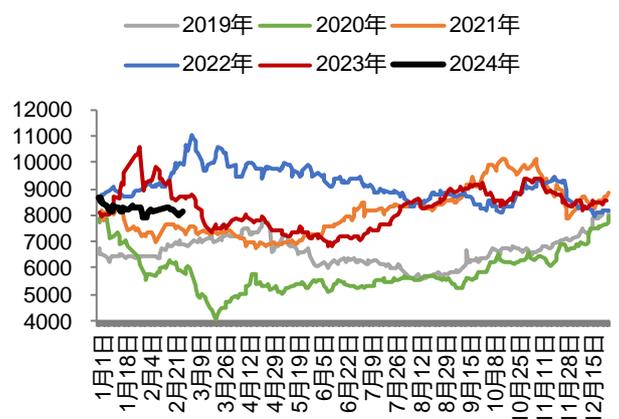
资料来源：钢联、创元研究

图：PDH 制生产利润 (元/吨)



资料来源：钢联、创元研究

图：PDH 制生产成本 (元/吨)

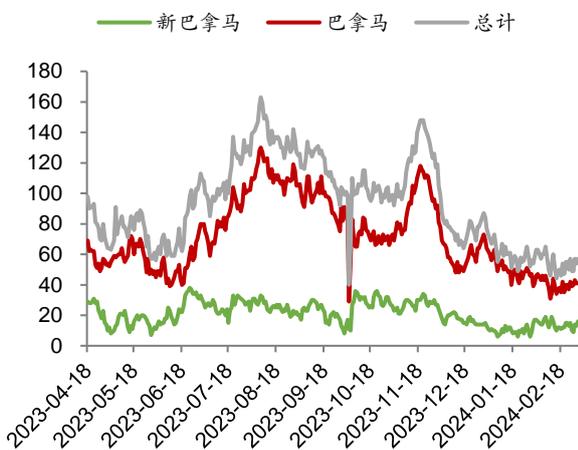


资料来源：钢联、创元研究

### 2.3 成本：丙烷运费受拥堵溢价回落，但地缘仍有影响

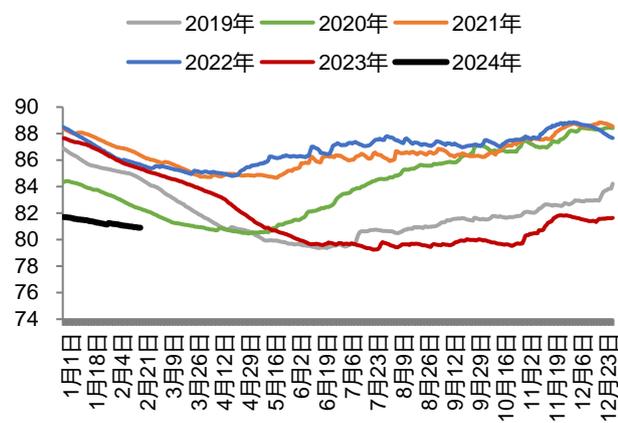
本月，加通湖水位依然在历史上低位，船只绕行下，巴拿马的拥堵维持好转状态。LPG 运费方面，春节前运费直线回落，随着节中巴以冲突的热化，中东及美湾的运费均有所增加，中东-远东的运费涨价幅度相对美湾的更高。自身供需来看，美国丙烷供需季节性走好，受寒潮影响的产量大部分已经回归，当前产量高位但仍有一定提升空间。需求来看，对应国内PDH 装置开工的提升，美国的出口也有所走高。当前丙烷供需双增，运费对其支撑跟随地缘情况不确定增加。

图 15：巴拿马运河等待过闸数量（艘）



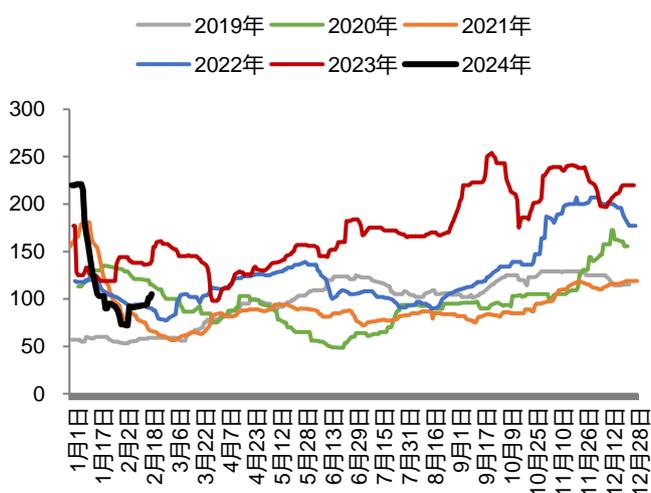
资料来源：巴拿马运河、创元研究

图 16：加通湖水位监测（英尺）

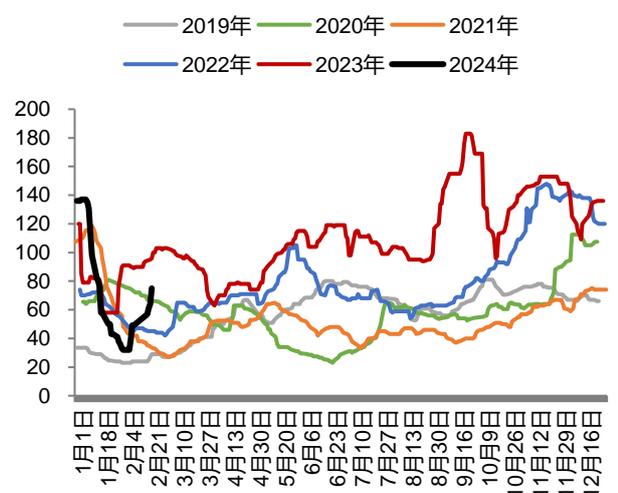


资料来源：巴拿马运河、创元研究

图：LPG 运费：美湾-远东（美元/吨）



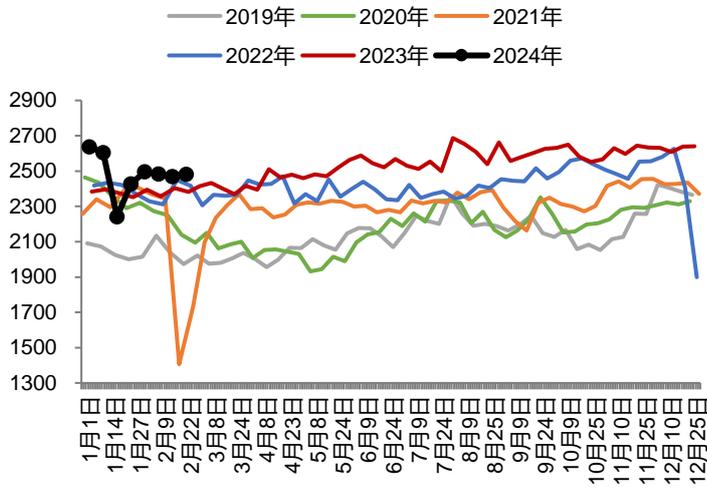
图：LPG 运费：中东-远东（美元/吨）



资料来源：钢联、创元研究

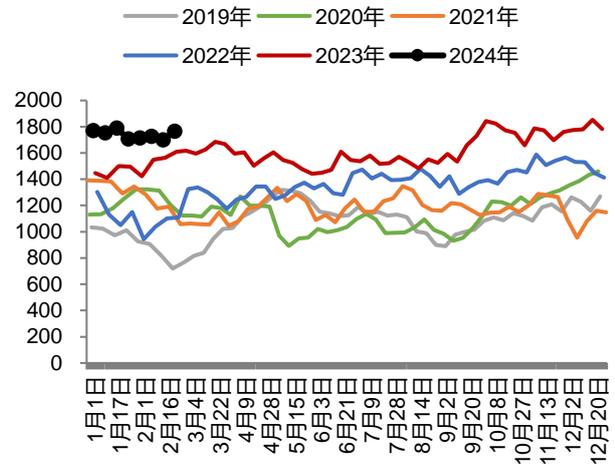
资料来源：钢联、创元研究

图：美国 C3 产量 kbd



资料来源：EIA、创元研究

图：美国 C3 出口量 kbd (四周移动平均)



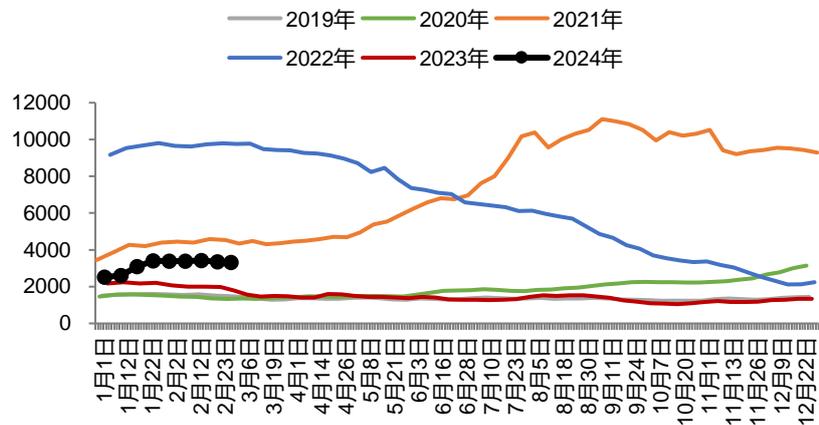
资料来源：EIA、创元研究

## 2.4 进出口：价格优势仍在，出口维持盈利状态

海外方面，3月中东及北美开工较2月环比继续下滑，并且大概率为近三年新低，在前期出口窗口打开的背景下，海外供应端的收缩将继续为我国出口打开空间。北美方面，天气扰动对聚丙烯影响更大，聚乙烯方面，北美2-5月检修明显增加，美国FPC计划检修，聚丙烯方面变动不大，3月开工季节性偏低；中东，3月开工下修，沙特两套装置降负。

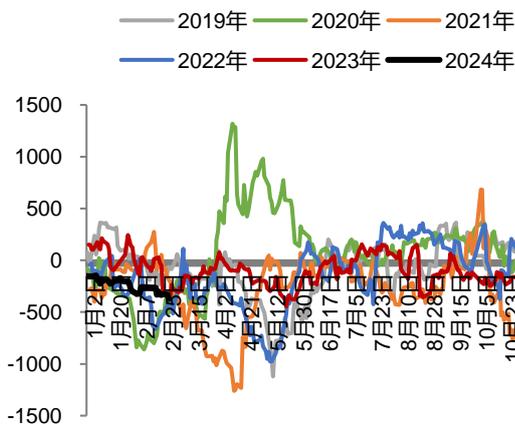
另外，干散货运价上行暂缓，但相对于2021年以前水平依然偏高，聚烯烃海外供应市场不确定性强。

图：波罗的海运费指数:干散货(BDI)



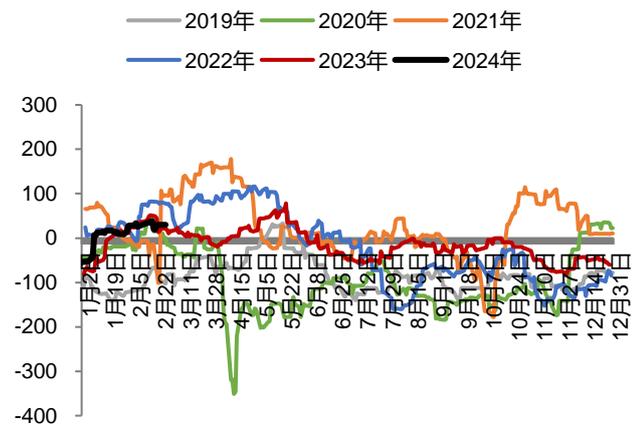
资料来源：钢联、创元研究

图：进口毛利 (美元/吨)



资料来源：钢联、创元研究

图：出口毛利 (美元/吨)



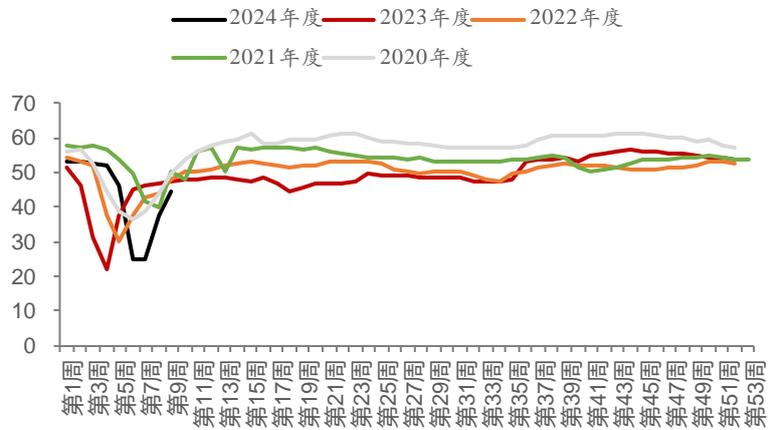
资料来源：钢联、创元研究

### 三、需求

#### 3.1 下游：节后第一周复工偏慢，本周陆续恢复

今年节前下游开工 24.87%，节后第一周开工 37.43%，环比+12.6%；2023 年，节前下游开工 21.92%，节后第一周 37.3%，环比+15.3%。从今年下游的整体停车率来看，相对去年的极低值有所改善，但在近五年中依然偏低。从节后的第一周的需求恢复来看，相对去年的复工节奏略有放缓。

图：PP 下游平均开工率(%)



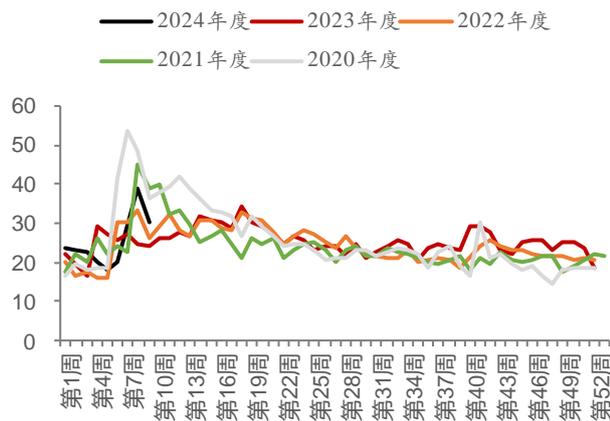
资料来源：钢联、创元研究

### 3.2 库存：节前中上游顺利去库，节后累库压力大

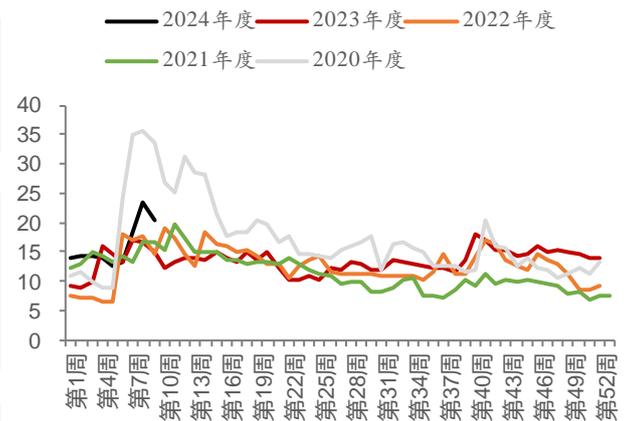
基于供应量的同比高增速，而需求无法匹配增量，我们在节前就做出判断，即今年两油的累库幅度将较往年增大且去库速度将放缓。节后首日，两油聚烯烃库存 99 万吨，较节前 57.5 万吨增幅在 72%，去年节后首日为 84 万吨，上周五早库 96.5 万吨，上周去库缓慢，基本复合预期。本周随下游复工上游库存加速去化，周二早库环比-6wt，周三早库环比-7.5wt，周四早库环比-3wt，周初去化加快给盘面提供下方支撑。

但同比来看，库存还有待去化，油制以外，煤制、PDH 制企业库存压力也较大，尤其标品。另外，贸易商的库存也有很大幅度的累库，这与节日期间上游爆库后向经销商移库不无关系。贸易商高库存将透支需求弹性。港口库存绝对位置中性。

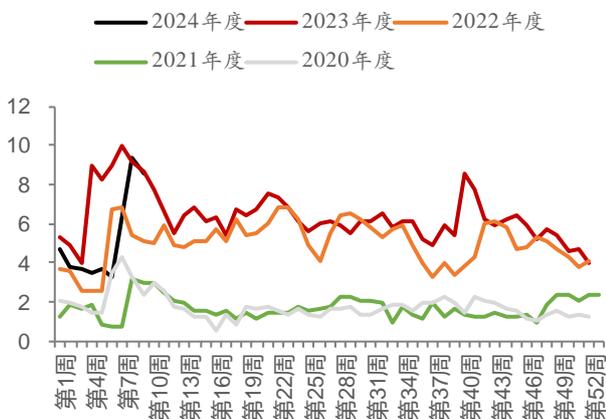
图：PP 两油企业库存 (wt)



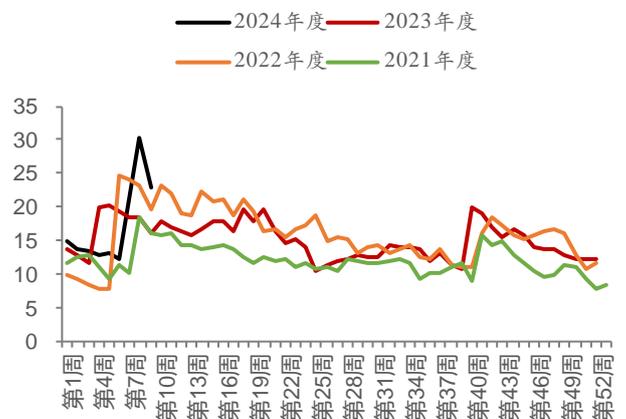
图：PP 煤制企业库存 (wt)



图：PDH 制企业库存 (wt)



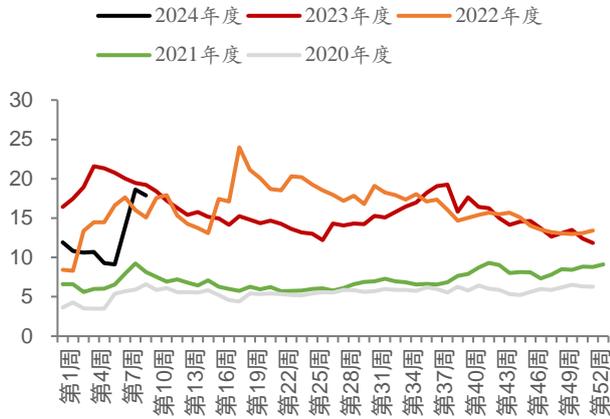
图：生产企业拉丝料库存 (wt)



资料来源：钢联、创元研究

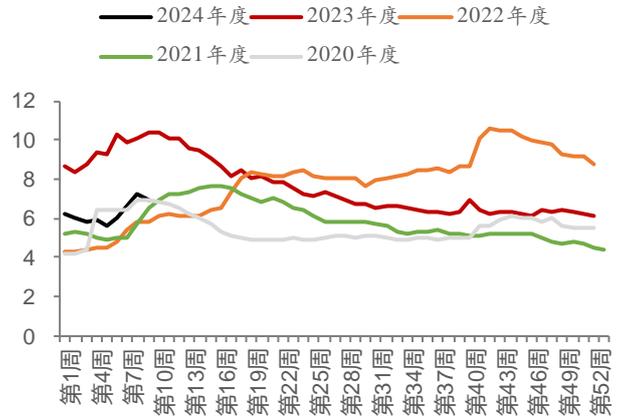
资料来源：钢联、创元研究

图：PP 贸易商库存 (wt)



资料来源：钢联、创元研究

图：PP 港口库存 (wt)



资料来源：钢联、创元研究

## 四、总结

2月聚丙烯与原油走势继续脱钩，交易主线仍在库存，围绕节前的下游补库及产业链去库以及节后回来累库幅度后再去库，盘面呈现N字走势，整体波动一般，依然在前期震荡区间内。

供应端来看，油制利润亏损加大，存量装置持续提升负荷的动力有限，但PDH利润的改善带来装置开工的回升，会导致整体PP产能利用率有一定提升；存量装置的供应量已经能够给到10%的同比增量，压力持续。供应端更大的边际压力在于投产，当前PDH利润的修复有利于投产的进程。需求仍需关注，贸易商库存较高不利于需求弹性，需求实质依然不佳，但两会预期下宏观情绪有一定修复，关注政策刺激。

总体上，供需变动不大，节后超高幅度累库及较慢去库也符合节前预期，但估值支撑相对走强，短期依然维持区间判断，单边交易有难度。长期，基于上游的产能扩张，保持空配思路。

### 创元研究团队介绍:

**许红萍**，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

**廉超**，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

### 创元宏观金融组:

**何焱**，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

**金芸立**，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

### 创元有色金属组:

**夏鹏**，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

**田向东**，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

**李玉芬**，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

**吴开来**，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

**余烁**，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

### 创元黑色建材组:

**陶锐**，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

**韩涵**，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

**安帅澎**，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

### 创元能源化工组:

**高赵**，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

**白虎**，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有

深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

**常城**，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

**杨依纯**，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

**母贵煜**，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

#### 创元农副产品组：

**张琳静**，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

**再依努尔·麦麦提艾力**，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

**陈仁涛**，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

**赵玉**，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

#### 免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)