

PP低估值行情下的思考

- 作者：研究院傅晓阳
- 时间：2023. 3. 15
- 地点：山东淄博

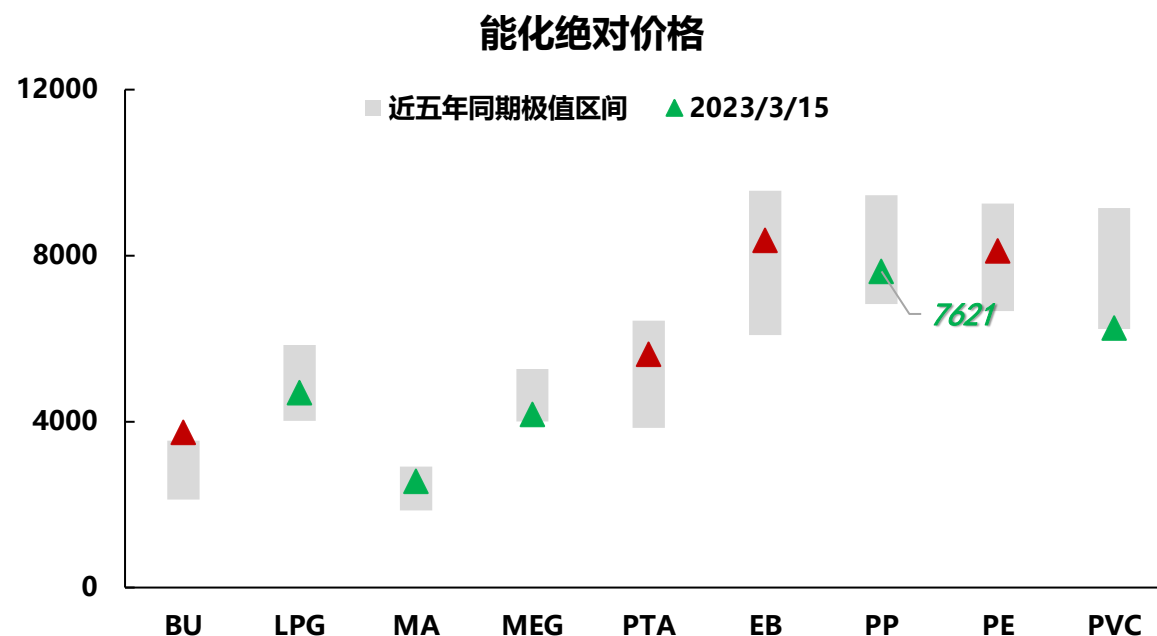
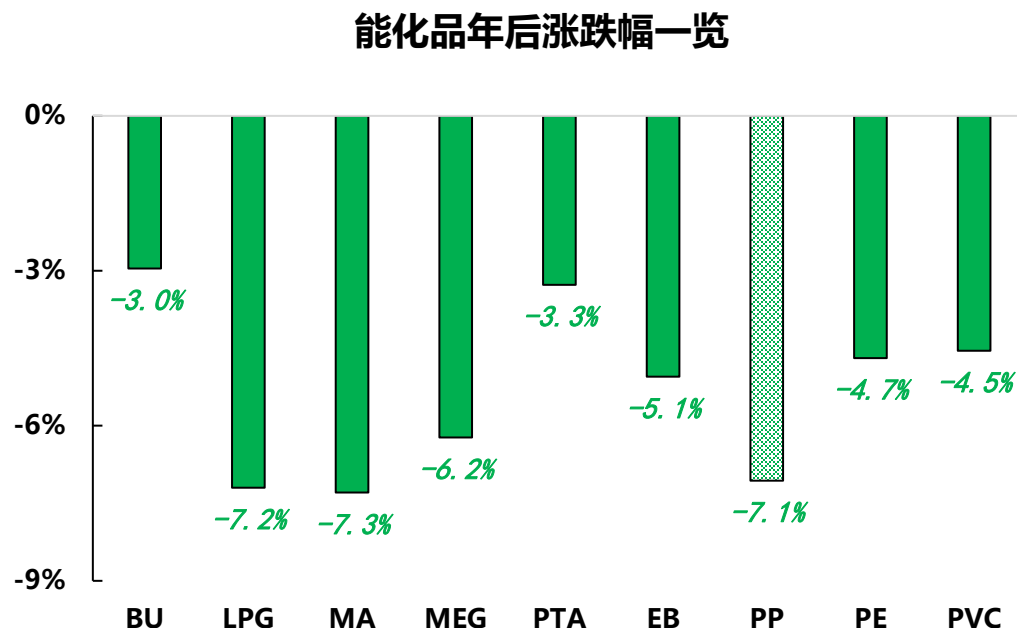
1 多数化工品下行本质：资金踩踏+弱现实



能化品年后集中下行，聚烯烃方面来看：PE相对PP抗跌

图：能化品年后涨跌幅一览

图：能化当前价格与近5年同期极值情况



结论：

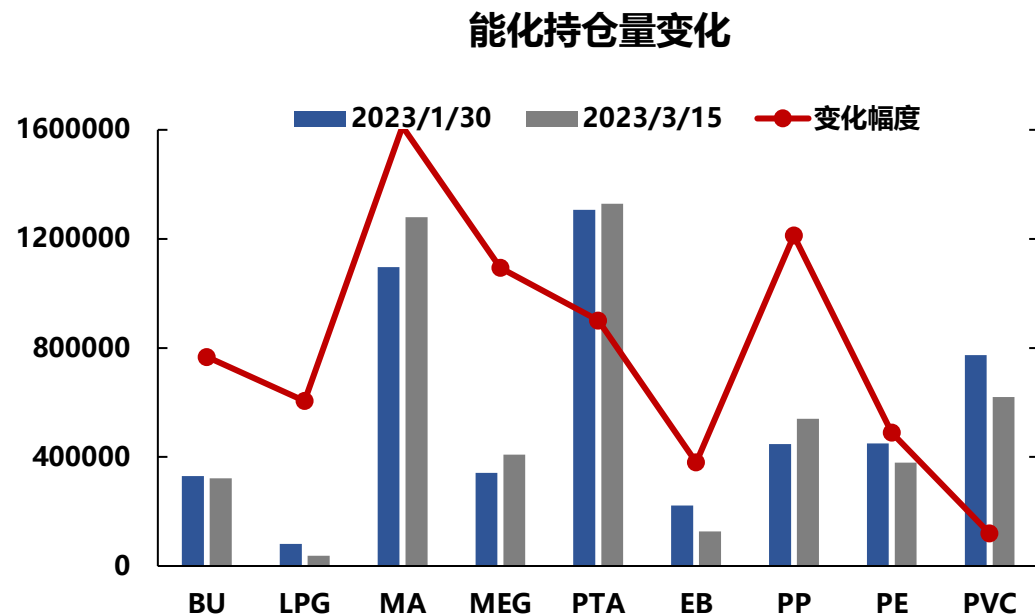
资料来源：Wind、盛达期货研究院

宏观方面，由2022年过于悲观转向乐观后的高预期溢价走向现实时回归下跌叠加国外风险事件共振下行。

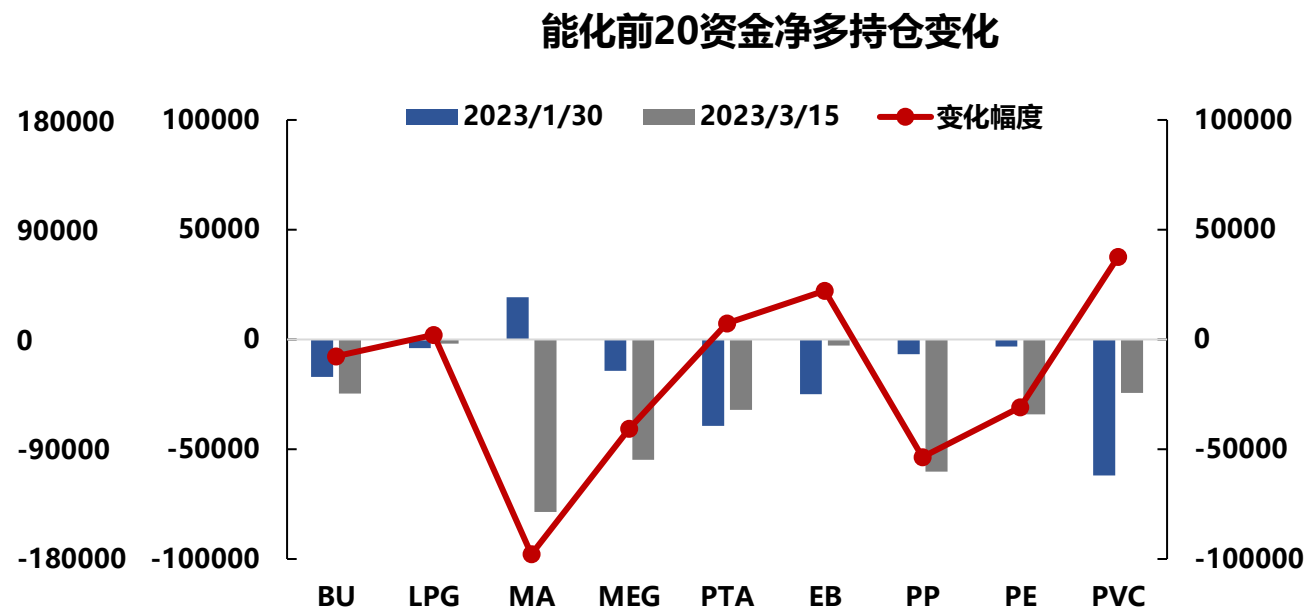
产业方面，供需阶段性弱平衡格局，供应承接22年投产滞后在23Q1压力倍增；而节后需求亮点较少且分化明显，消费品领域有所恢复，但基建、房地产配套下游需求恢复力度不及预期。

注：上述数据截止至3/15

图：能化部分品种持仓量变化



图：能化前20净多持仓变化情况



结论：

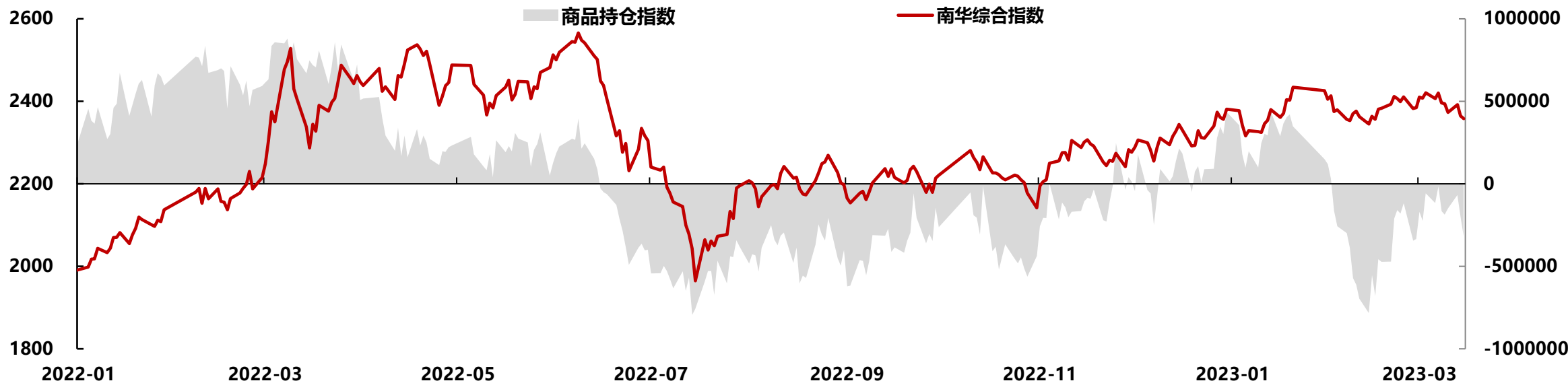
持仓方面，增加：MA>PP>MEG>PTA；减量：PVC>EB>PE>LPG。

主力资金净多持仓方面，MA、PP、MEG、PE等净多单减量明显。

资料来源：Wind、盛达期货研究院

图：南华商品指数与商品持仓对比分析情况

南华综合指数与商品净多持仓对比图



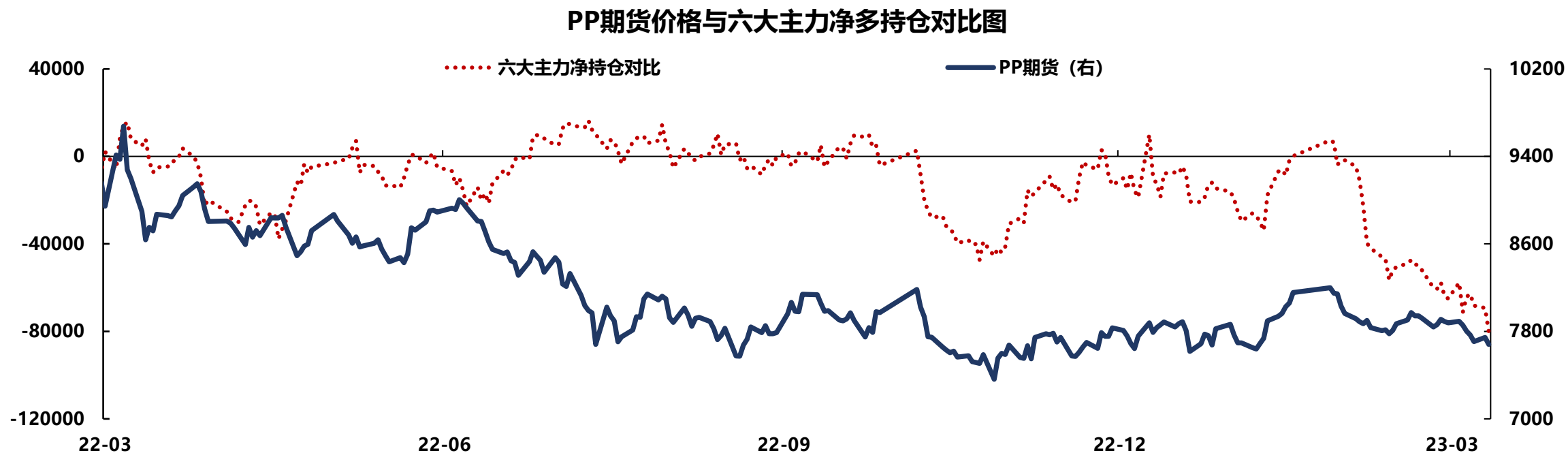
■ 结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

虽然对于23年的化工交易格局持基本面异质化→基本面均值回归思路，但对于上半年过渡阶段而言，商品金融属性仍需要密切关注，洞察主力持仓显得尤为重要。

商品持仓指数与南华综合指数呈高度正相关属性，主力端反应与行情运行轨迹息息相关。

图：PP期货6大主力净持仓变化情况

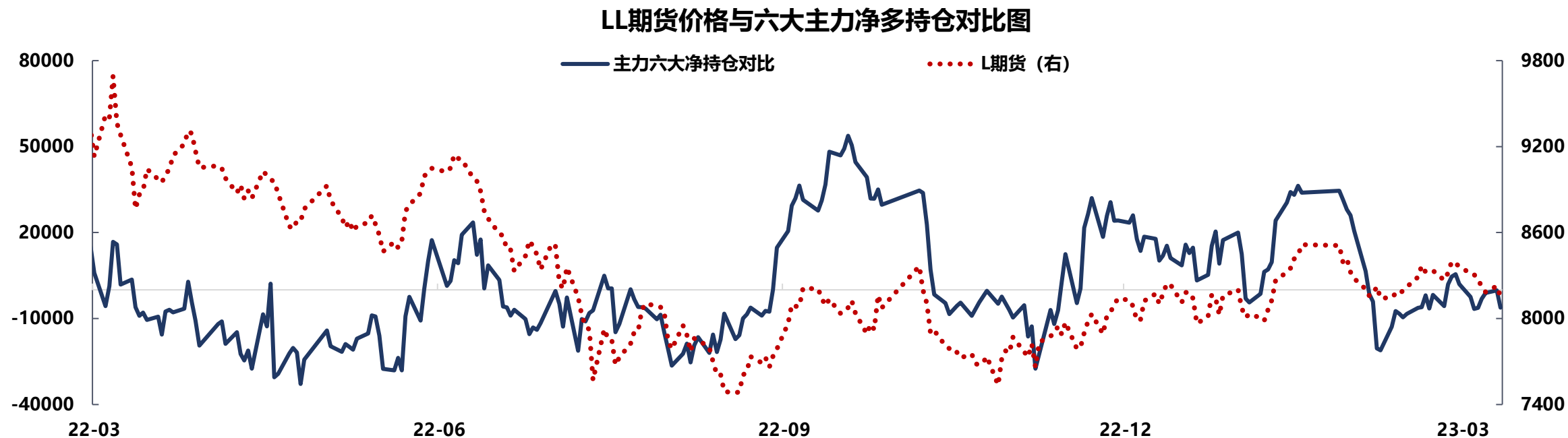


■ 结论:

资料来源：Wind、盛达期货研究院

主力净多持仓在一定程度上表达资金对于该品种强弱观点的判断：目前主力资金对于PP偏弱预判

图：六大净持仓与LL期货价格对比情况

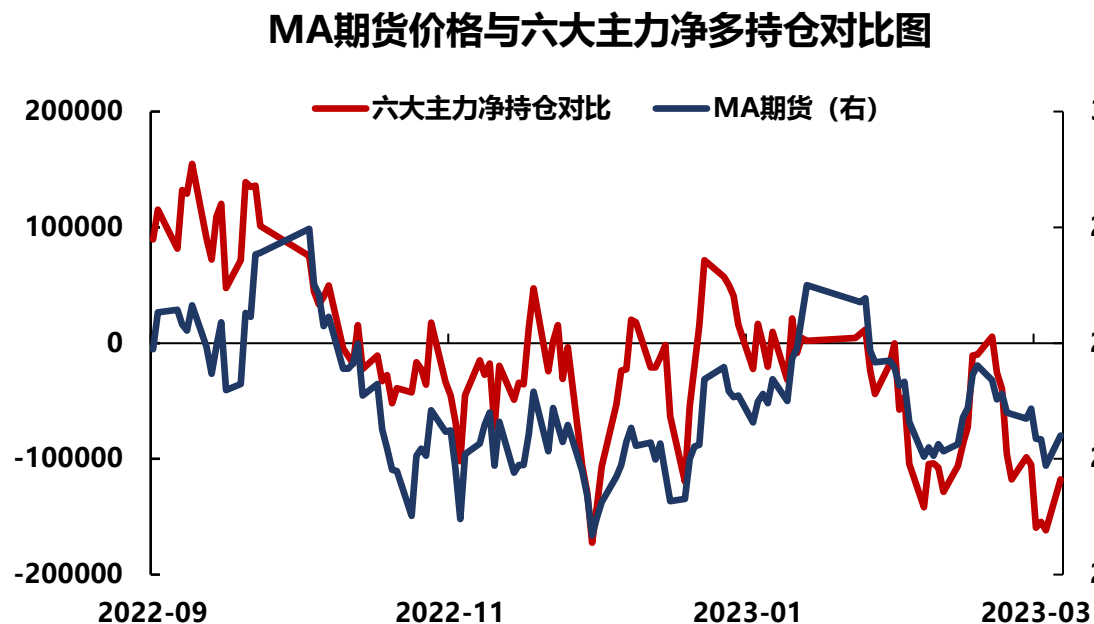


结论：

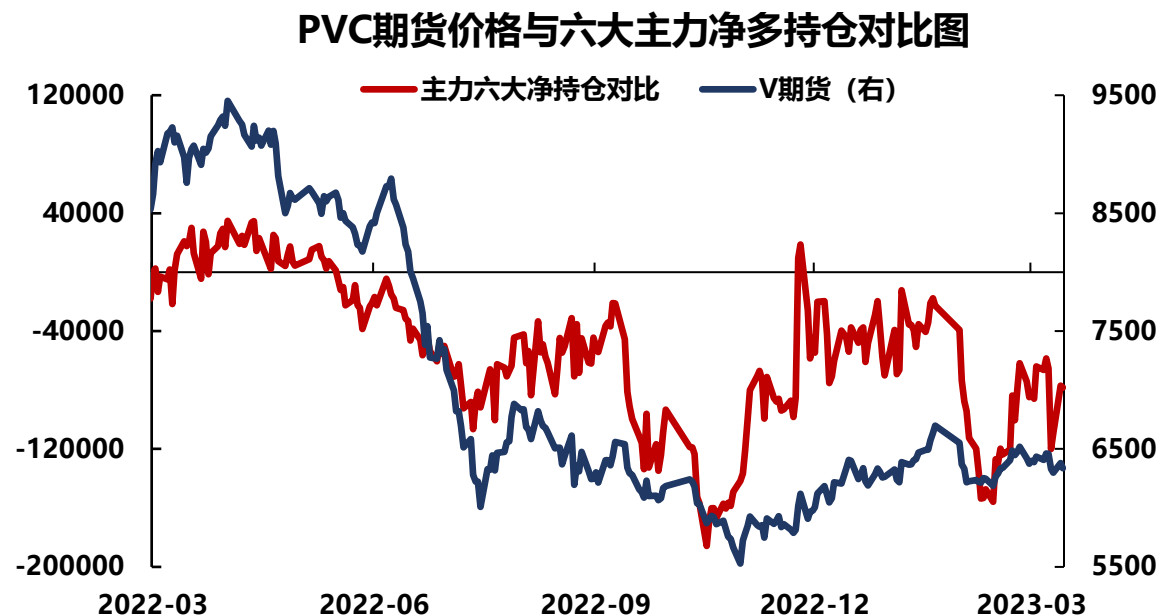
资料来源：Wind、盛达期货研究院

主力净多持仓在一定程度上表达资金对于该品种强弱观点的判断：目前主力资金对于PE相对乐观预判。

图：六大主力净多持仓与MA期货对比



图：六大主力净多持仓与PVC期货对比



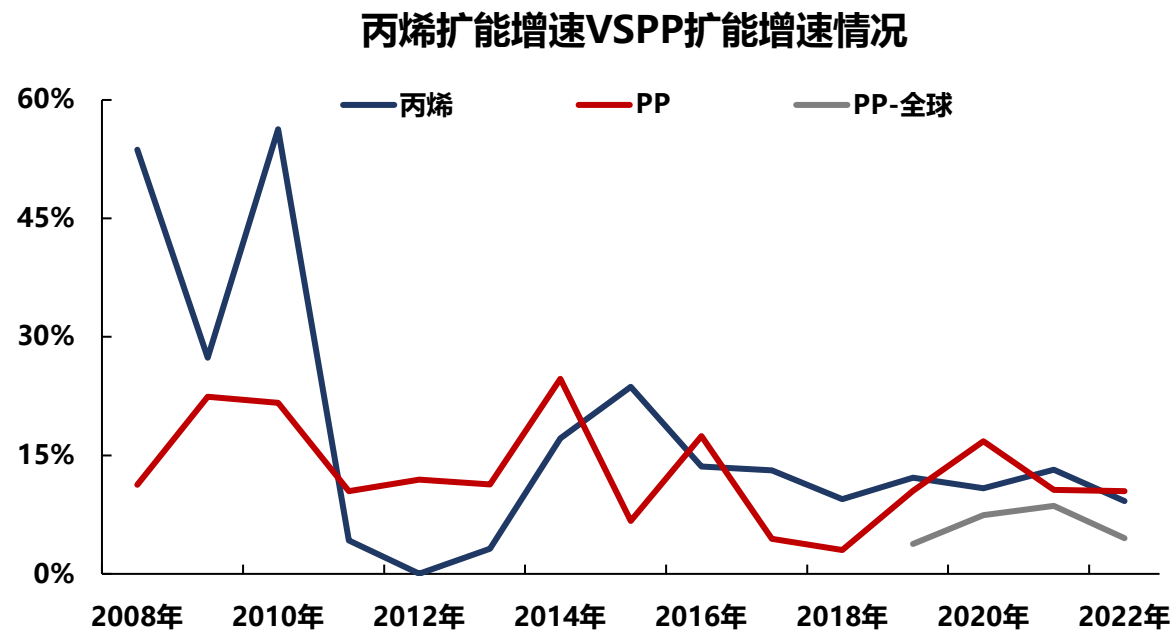
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

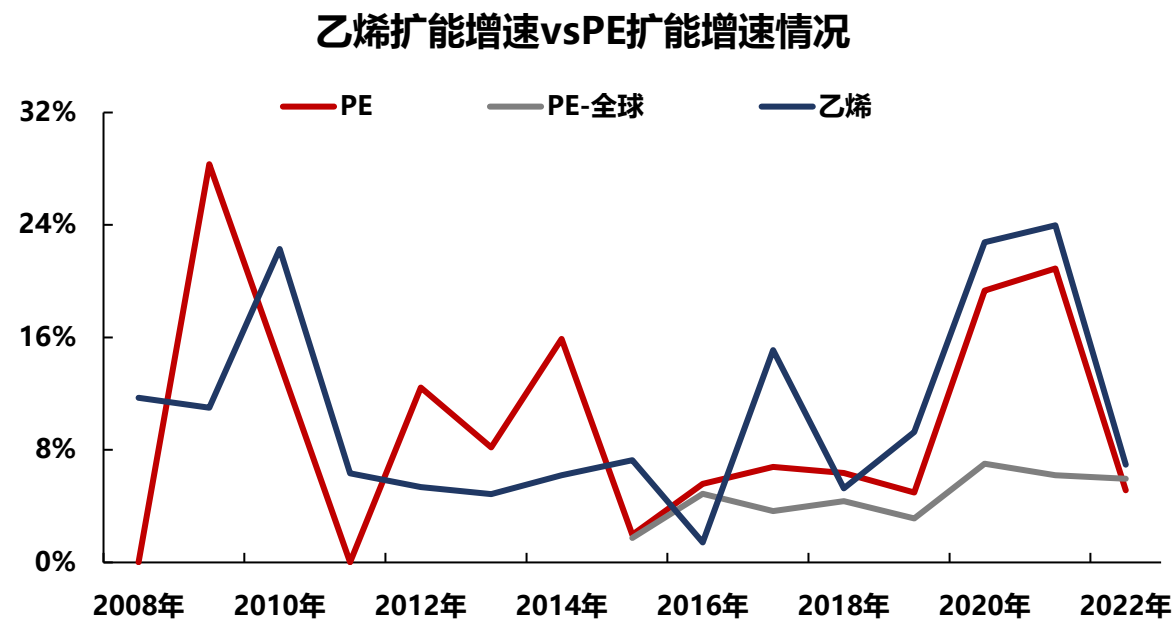
主力净多持仓在一定程度上表达资金对于该品种强弱观点的判断：目前主力资金对于MA相对偏悲观预判；对于低位PVC态度相对模糊。

高基数下，化工品原料乙烯、丙烯产能仍保持7%、9%增速

图：丙烯扩能增速vsPP扩能增速情况

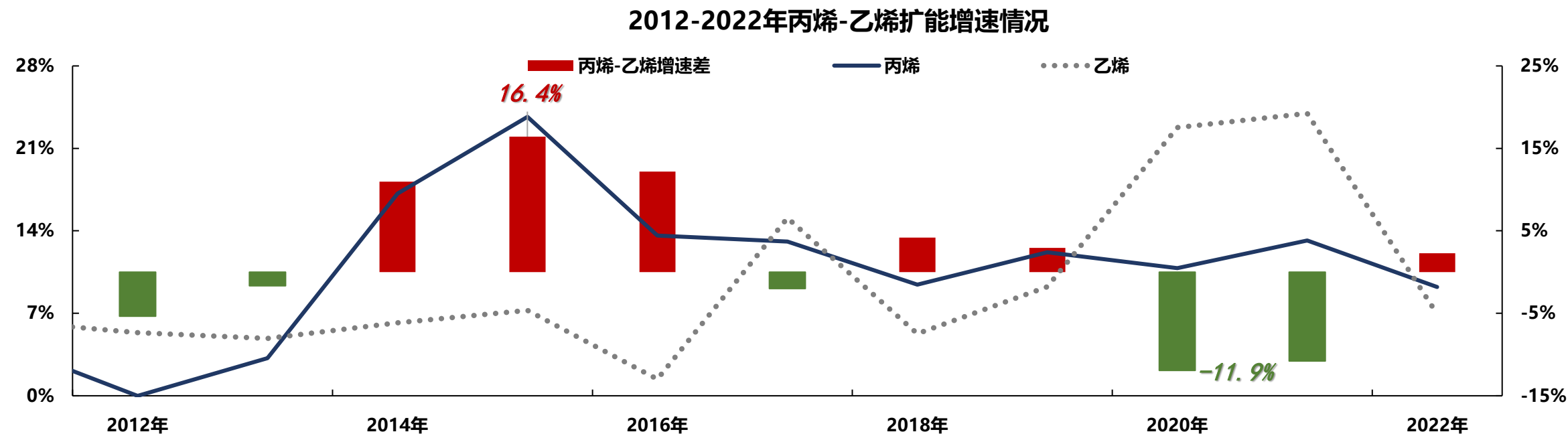


图：乙烯扩能增速VSPE扩能增速



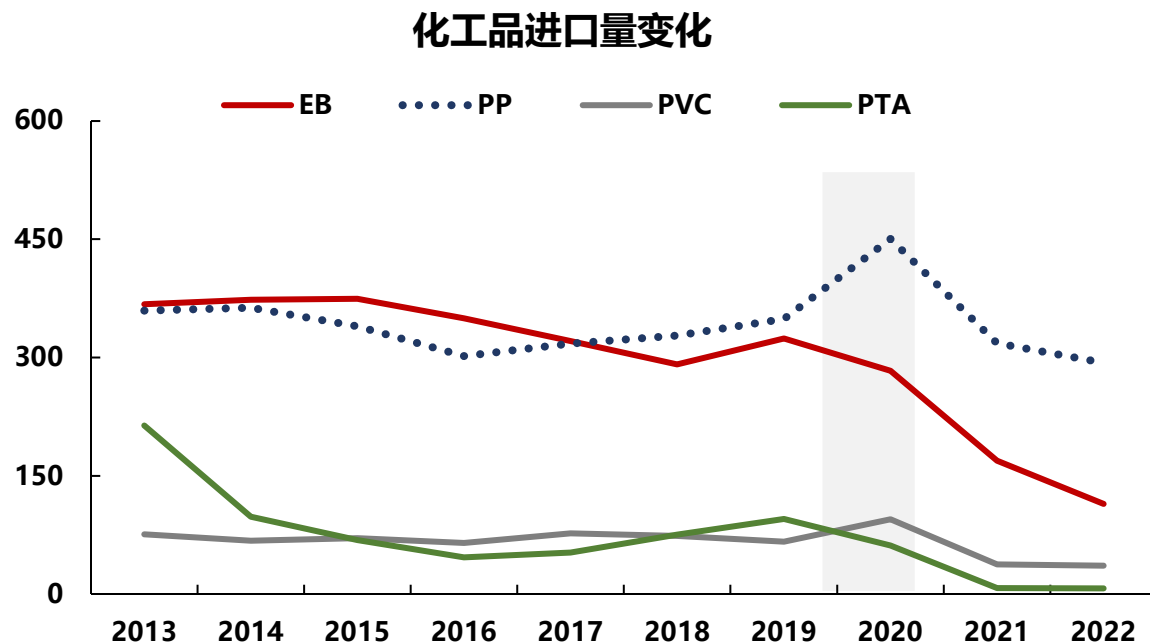
资料来源：Wind、盛达期货研究院

图：2012-2022年丙烯-乙烯扩能增速情况

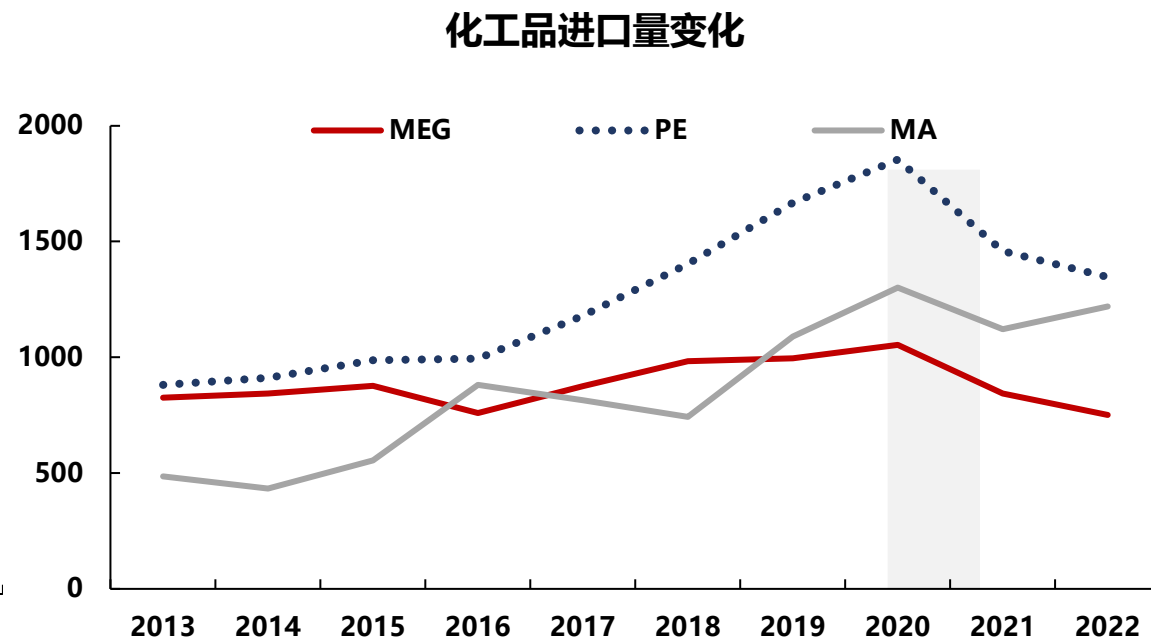


资料来源：Wind、盛达期货研究院

图：PP进口量显著减少



图：PE进口量显著减少

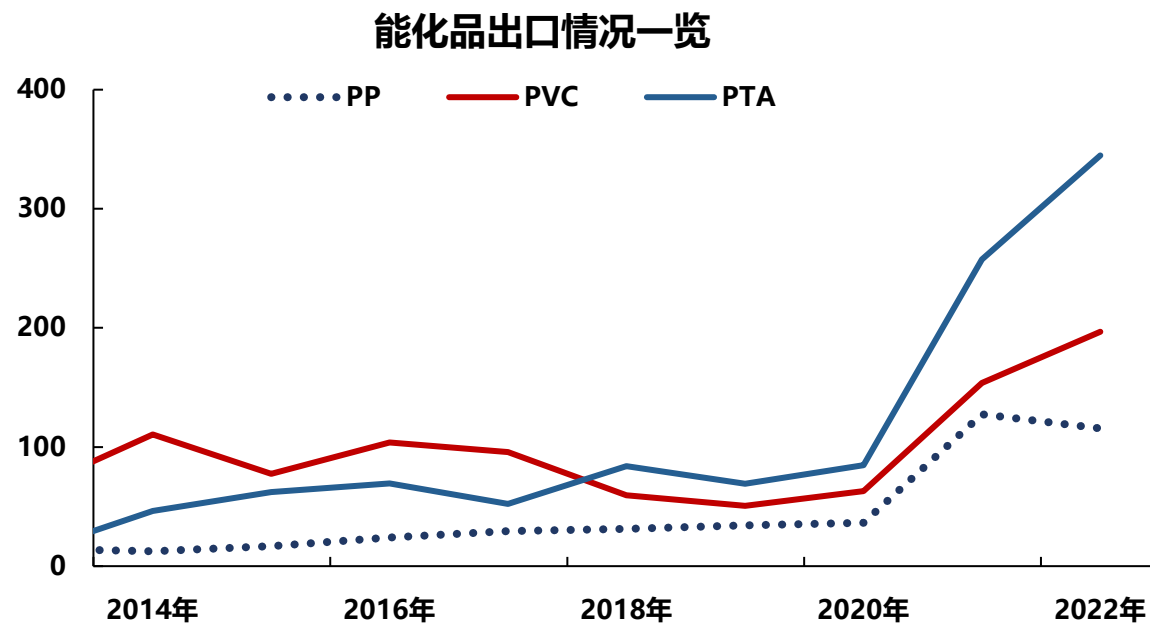


结论：

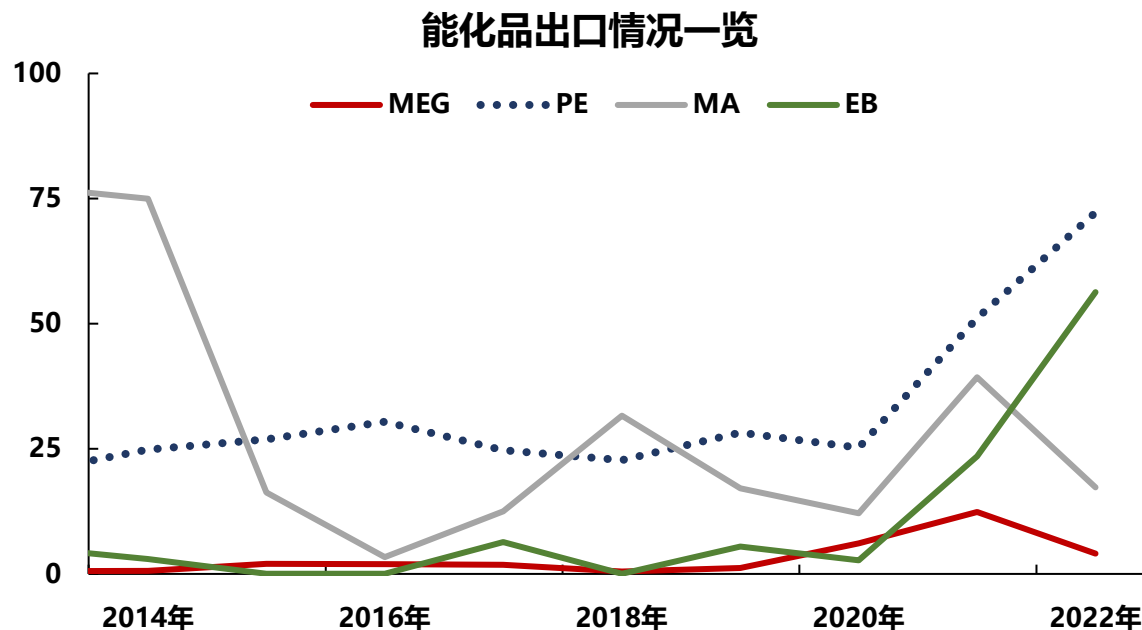
资料来源：Wind、盛达期货研究院

进口方面，2022年中国化工品进口整体呈现下降趋势，过去数年间中国化工品产能快速增长，大多数产品的产能都经历了不同速度的扩张，部分甚至出现过剩，而随着整体自给率的不断提升，曾经高度依赖海外进口货源的状况显著改善。此外，欧洲能源危机导致的成本增加，以及停车、限产等，在导致进口套利窗口关闭的同时，也导致部分产品流入中国的数量减少。

图：PP出口显著增多



图：PE、EB出口持续增加



结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

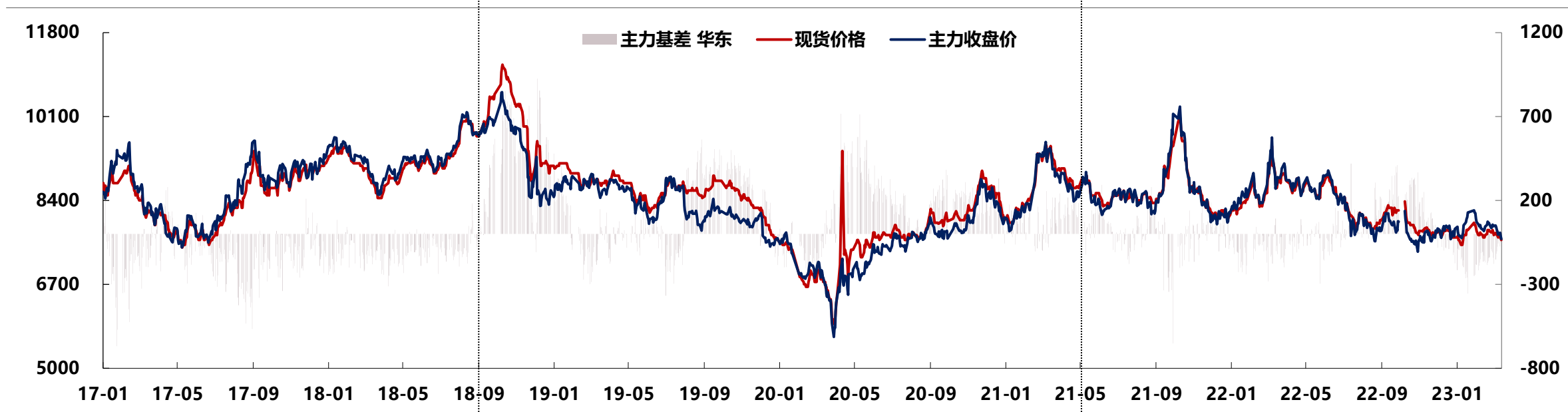
近几年中国化工品出口整体呈现增长态势，由于多数产品国内产能有所扩张，化工产品整体出口依赖度明显提升，但基于内外部贸易环境的异常波动，2022年中国化工品出口依赖度较2021年变化程度并不明显。

2 PP持续低估值：应有所预期



绝对价格重心下移至近6年相对偏低水平，期现双弱

图：PP基差



17/01-18/09: 现货贴水为主

18/09-21/05: 现货升水为主，但升水幅较小

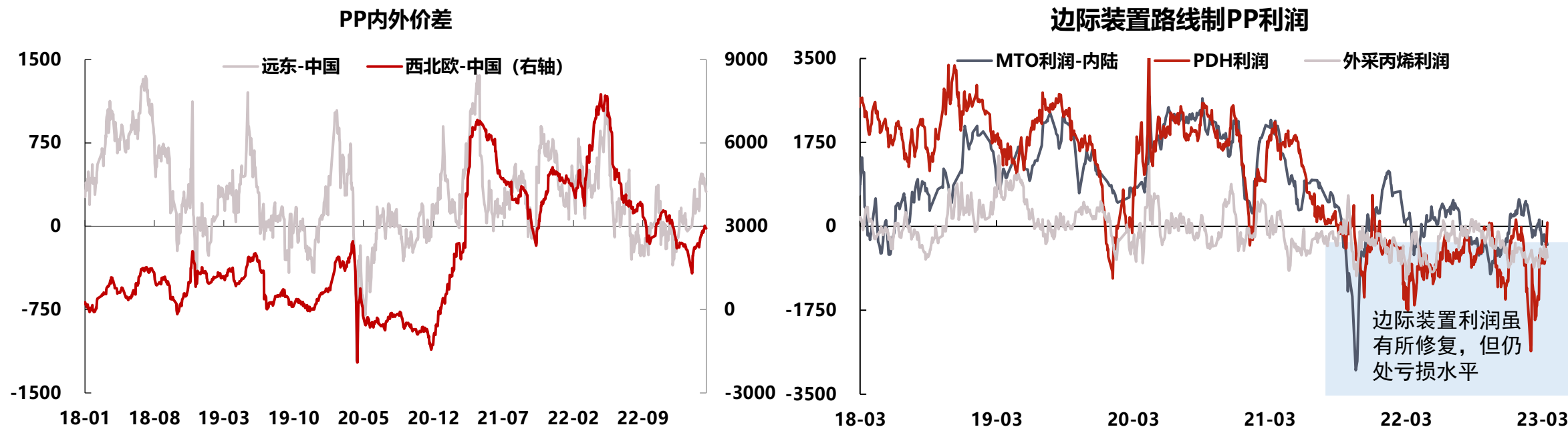
21/05-至今: 现货贴水为主

弱平衡 → 强平衡 → 弱平衡 → 强平衡 → 弱平衡

PP表需同比变化	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上半年	13.95%	-0.57%	6.74%	14.55%	6.88%	-2.78%	20.00%
下半年	10.73%	-1.02%	13.68%	18.79%	-1.00%	3.41%	23.17%
全年	13.32%	-0.81%	13.37%	16.76%	2.70%	0.39%	21.67%

■ 内外比价持续走弱，国内边际装置利润持续处于亏损状态

图：PP内外价差

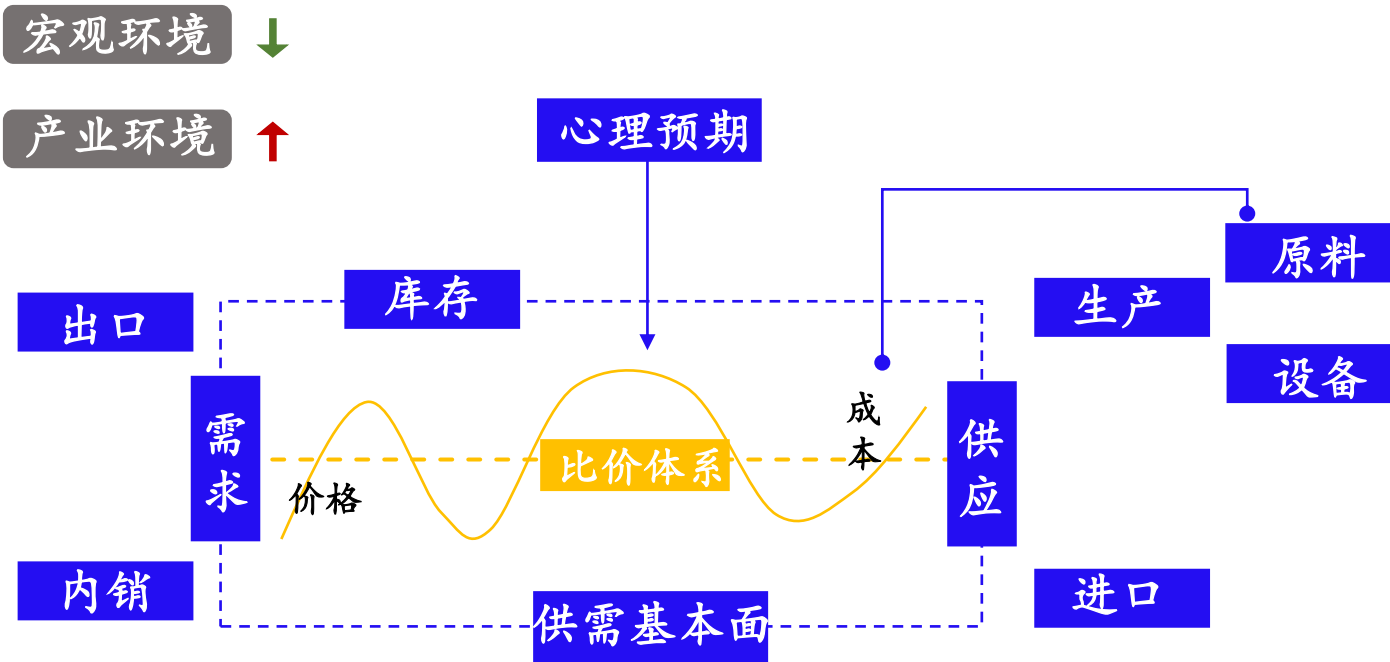


■ 结论：

国内聚丙烯价格处于全球洼地，内外价差扩大明显。

边际装置利润虽有所修复，但仍处于亏损水平。

资料来源：Wind、盛达期货研究院



问题1：当前PP估值偏低，一定会涨？

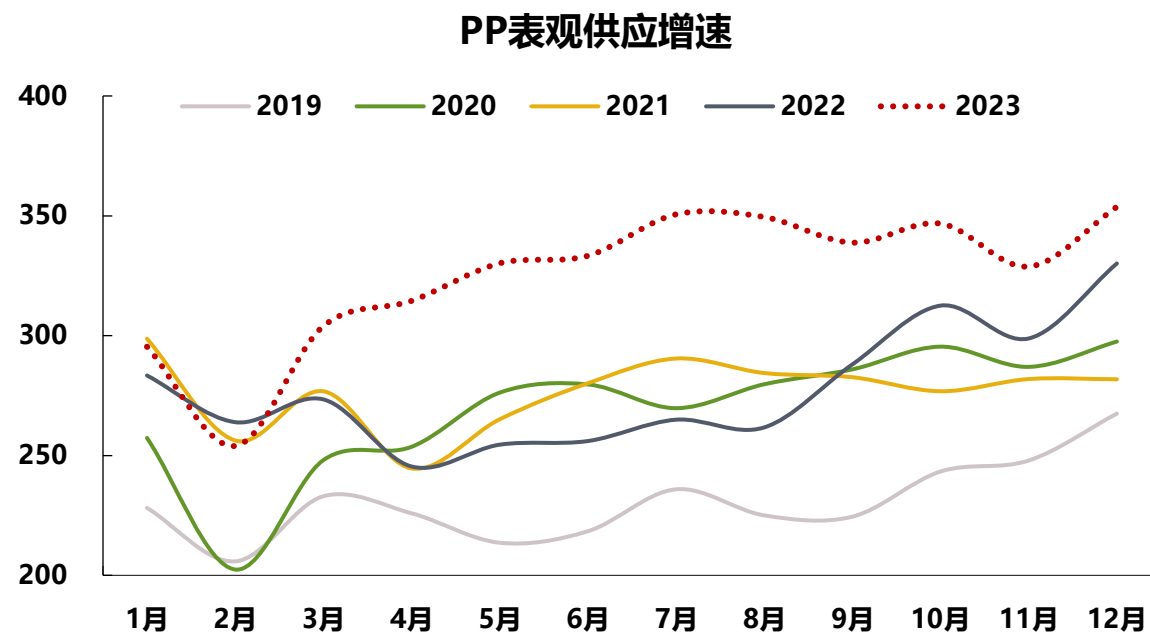
• 估值更像一种静态支持，既然是支持就不会有动量，低估值不是上涨的动力，而是上涨的基础。

问题2：PP产能释放周期，冷冰冰的增速数字贯穿全年？（不宜过分看空，参照2017）

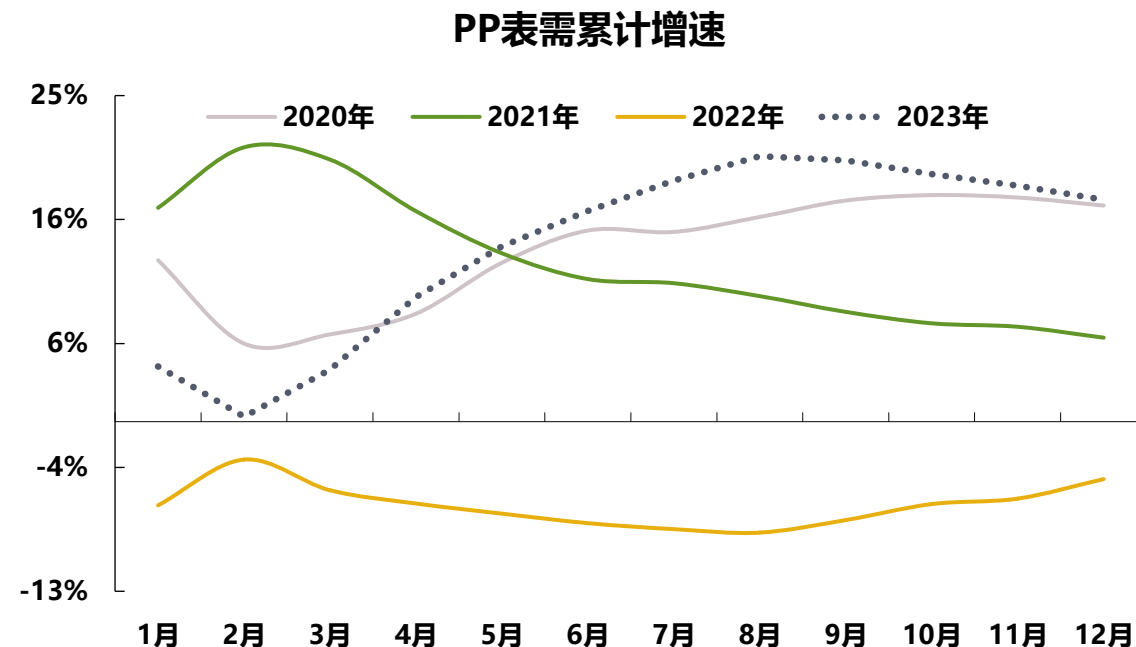
- 静态看，处于产能投放周期，供应增速大于需求增速是不争的事实。表征：1. 基差弱势；2. 上游处于低利润或负利润水平。
- 动态看，低估值下，应有所预期。
- 注意：1. 存量装置检修显著增多（弱基差+低利润/负利润边际装置诸如外采丙烯，外采甲醇MTO, PDH等。由于生产路径短，装置调整灵活，供应弹性较大，在价格利润持续负反馈时会主动调整开工率来使得市场供需再平衡）。2. 敌不动我动，出口↑进口↓。3. 投机性需求显著增加。（亦被产业忽视）。故在长期低估值情况下，不应过分看空。
- 4. 国内宏观环境持续向上修复。

静态极限测算，PP表观供应同比增加明显

图：PP表观需求



图：PP表需增速



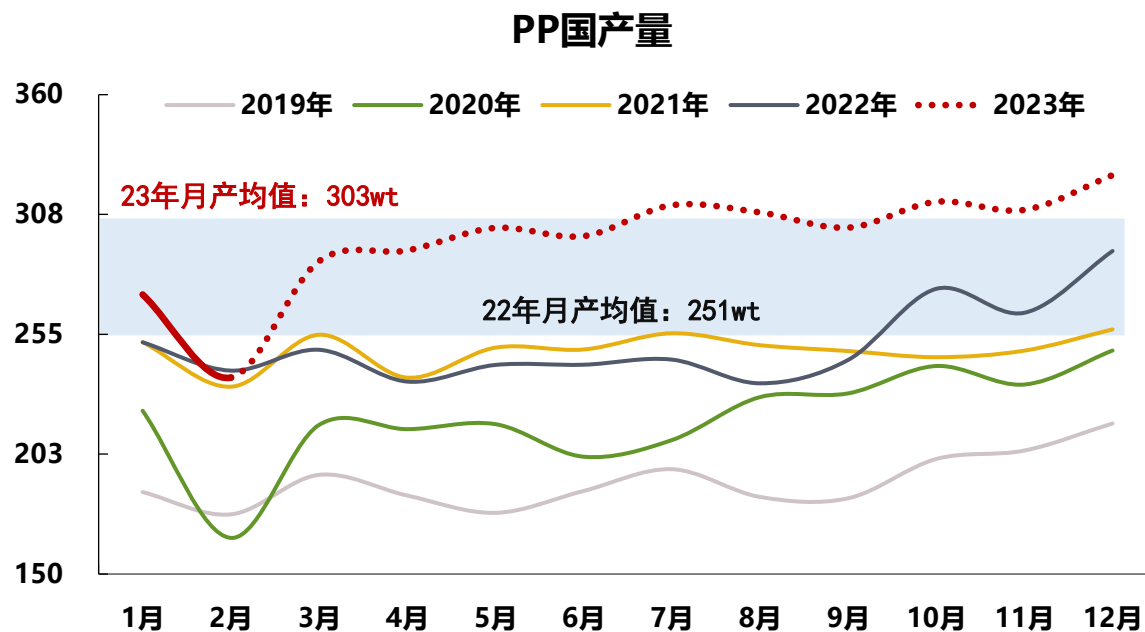
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

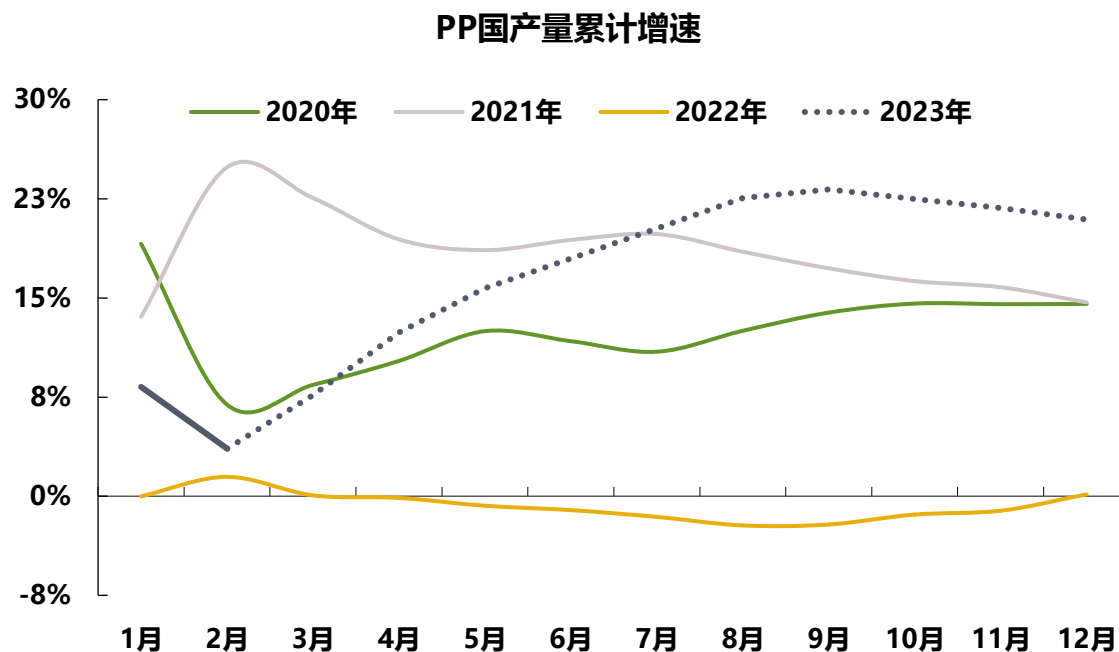
大投产背景下，按照最新消息，以860wtPP装置如约投产进行预测，得出：2023年PP表观供应增加明显，增速在20%附近。

静态极限测算，PP压力主要来自国产装置投产带来供应增量

图：PP国产量



图：PP国产量增速



结论：

表需大幅增加的主要原因：国产量巨幅增加。

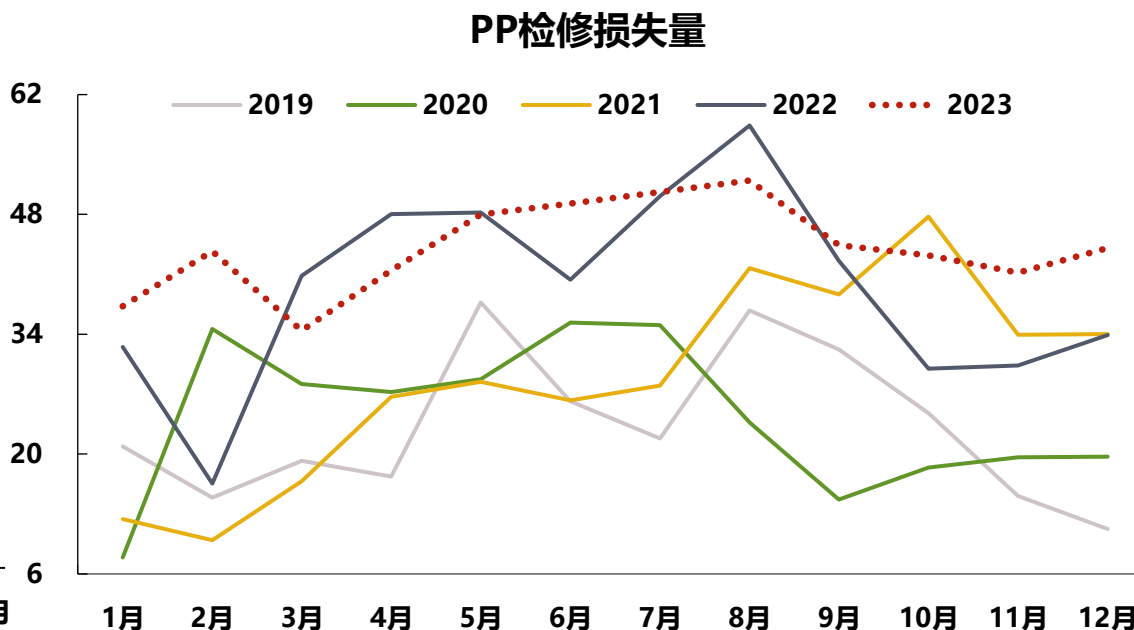
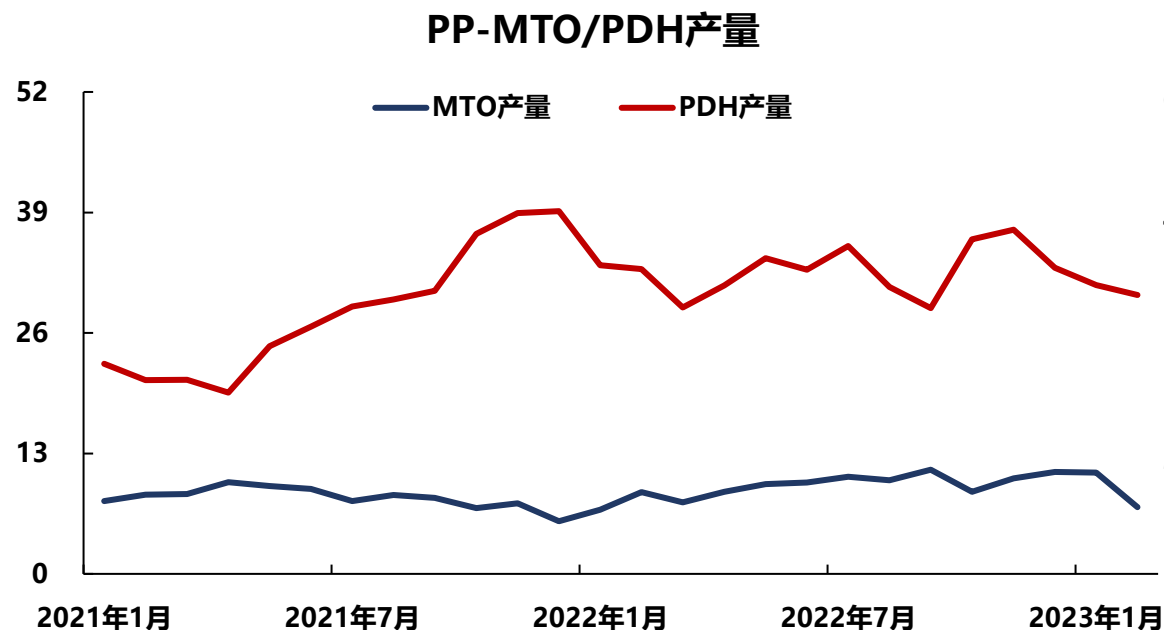
在2023年新装置全部按计划投产的情况下，2023年月度产量均值在303万吨，较22年月度产量均值增加52wt。

资料来源：Wind、盛达期货研究院

对冲静态测算下供应增量方式1：受利润影响，边际装置供应弹性大

图：PP边际产量

图：PP检修损失量



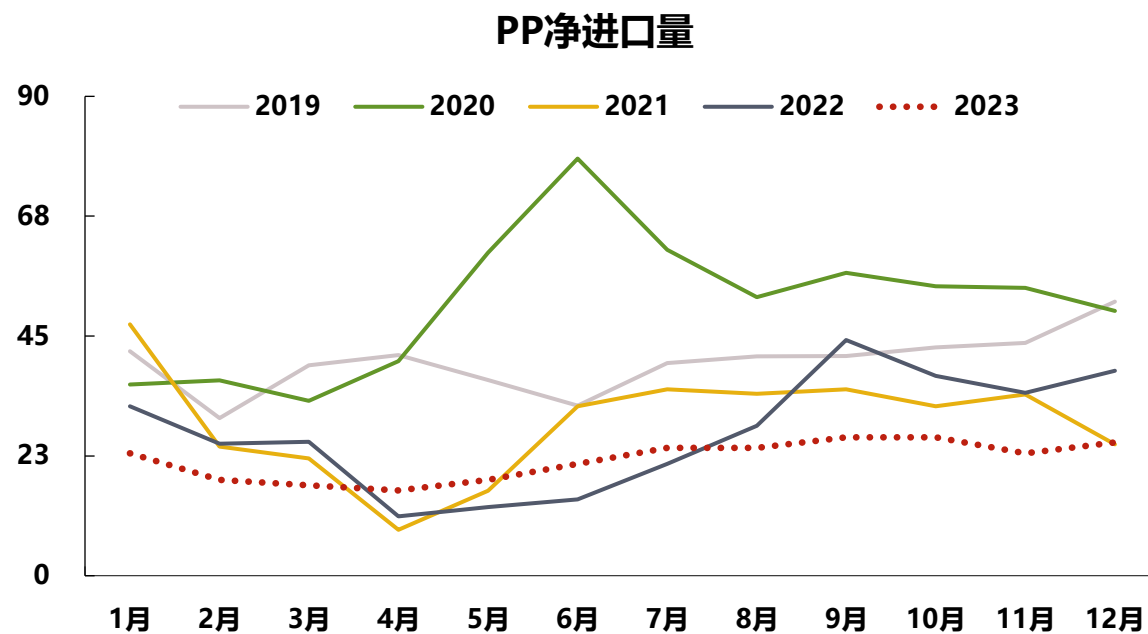
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

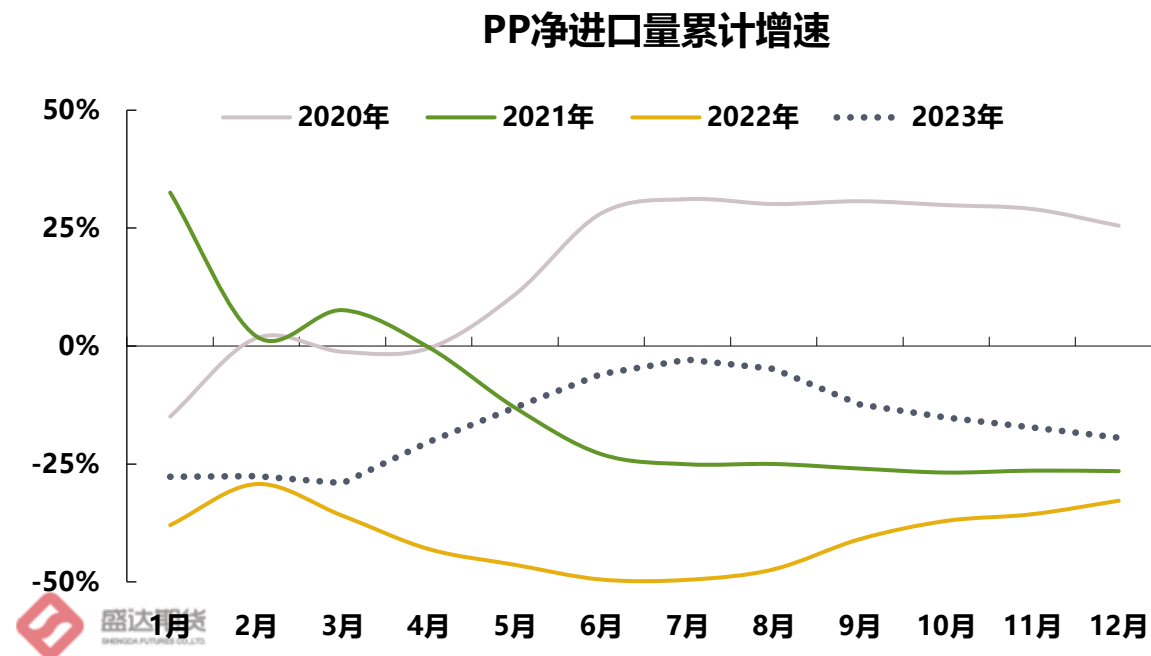
在大投产背景下，上游利润压缩成为常态，从而导致边际装置停车降负，存量装置供应的降低同样将对冲部分国产增量。预测2023年PP月度检修损失量预计在44.4万吨，同比增加14%。

对冲静态测算下供应增量方式2：PP净进口同比减少

图：PP净进口



图：PP净进口增速



结论：

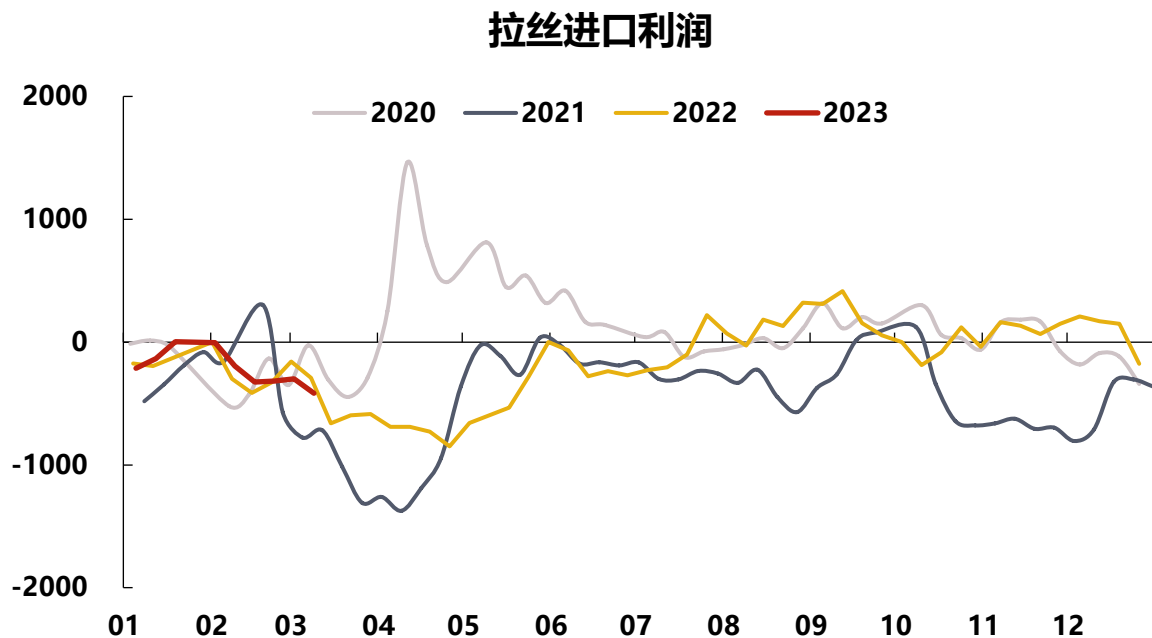
资料来源：Wind、盛达期货研究院

在进口窗口关闭的情况下，认为2023年PP整体净进口量将出现减少，对冲部分国产增量。

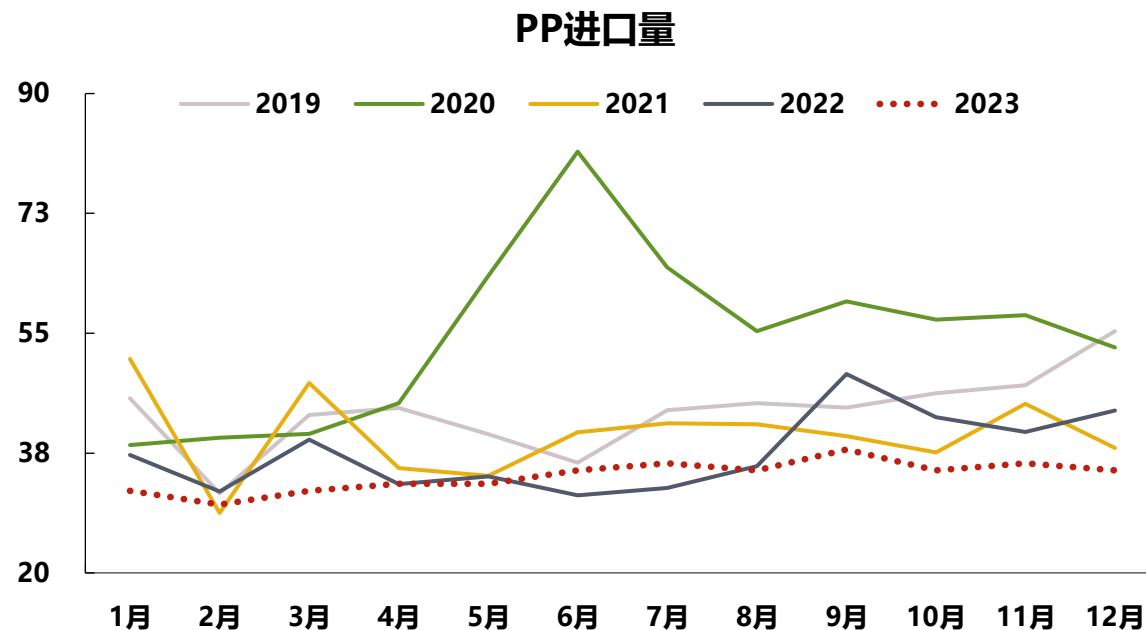
预计2023年全年净进口量预计为261万吨，月平均净进口量预计为21.8万吨，同比减少20%。

对冲静态测算下供应增量方式2：外盘价格强势，进口持续减量

图：PP进口利润



图：PP进口量



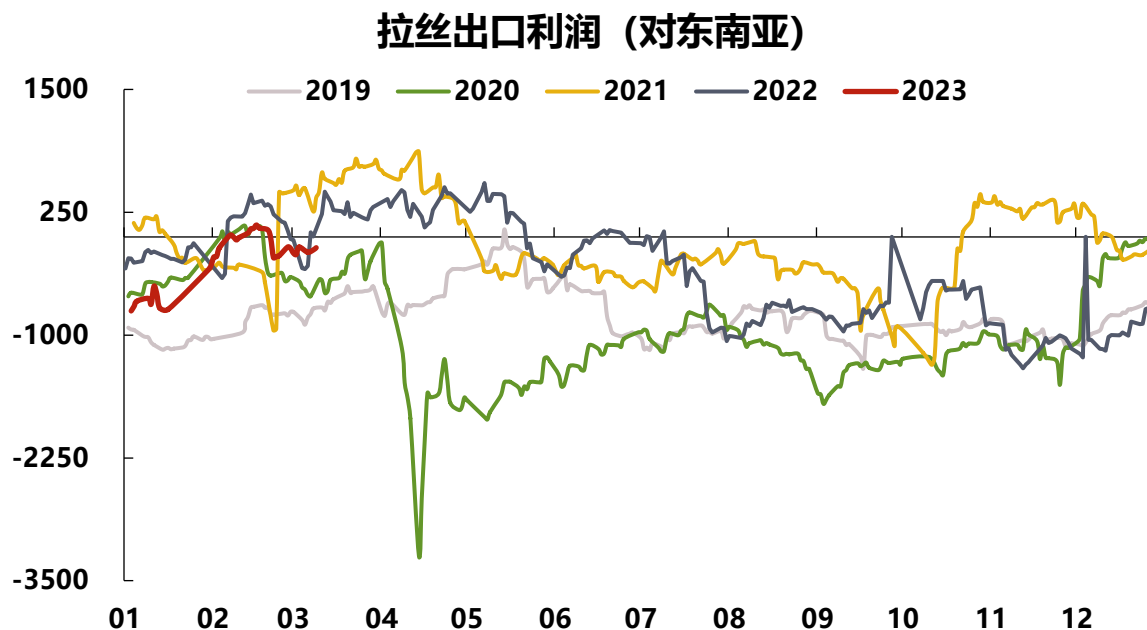
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

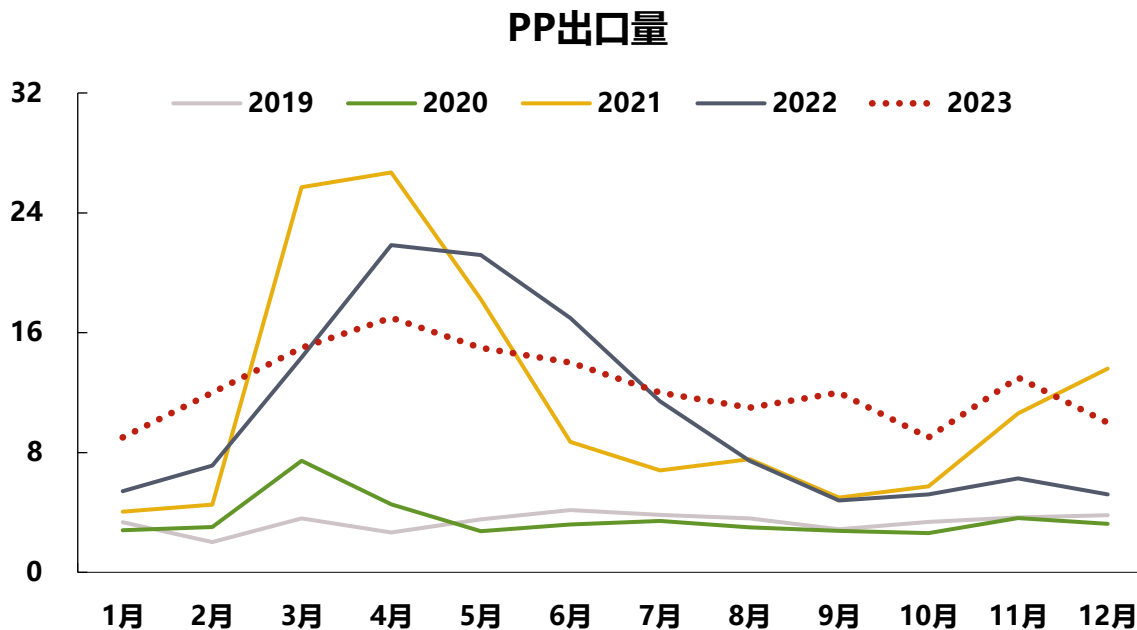
2023年净进口量的减少一方面是由于进口利润压缩带来的进口减少。预计2023年PP进口总量为410万吨，月平均进口量预计为34.2万吨，同比减少9.1%。

对冲静态测算下供应增量方式2：对外出口缓解国内供应压力

图：PP出口利润



图：PP出口量



结论：

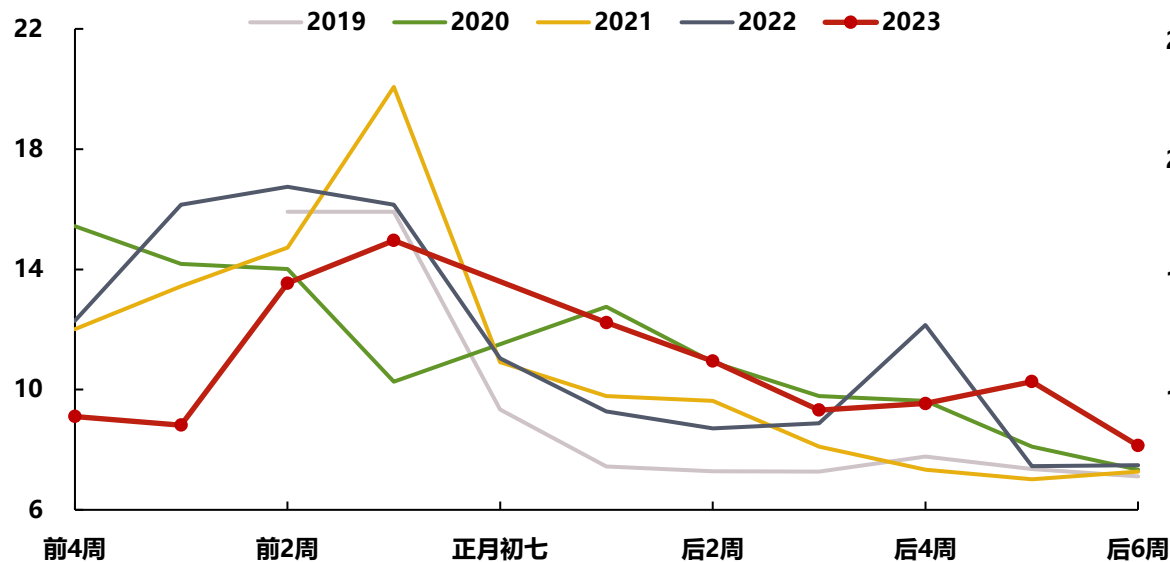
资料来源：Wind、盛达期货研究院

另一方面在于出口窗口打开带来出口量的增加。预测2023年PP出口总量为149万吨，月平均出口量在12.4万吨，同比增加17.1%

对冲静态测算下供应增量方式3：消费品领域投机性需求不容忽视

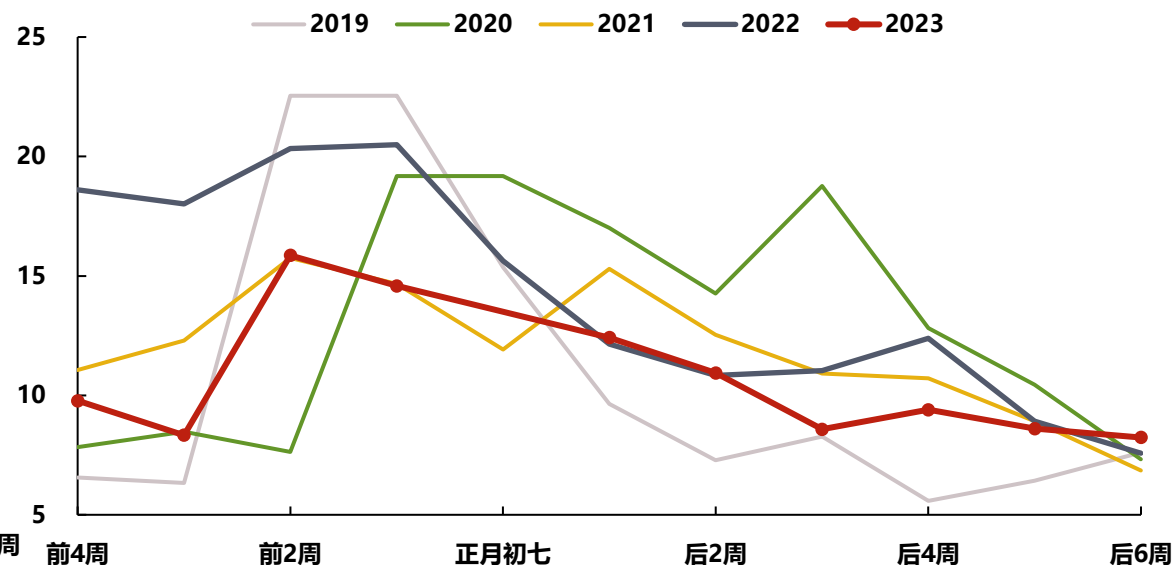
图：BOPP原材料库存

2019-2023年春节前后BOPP原材料库存天数



图：BOPP订单天数

BOPP订单天数



结论：

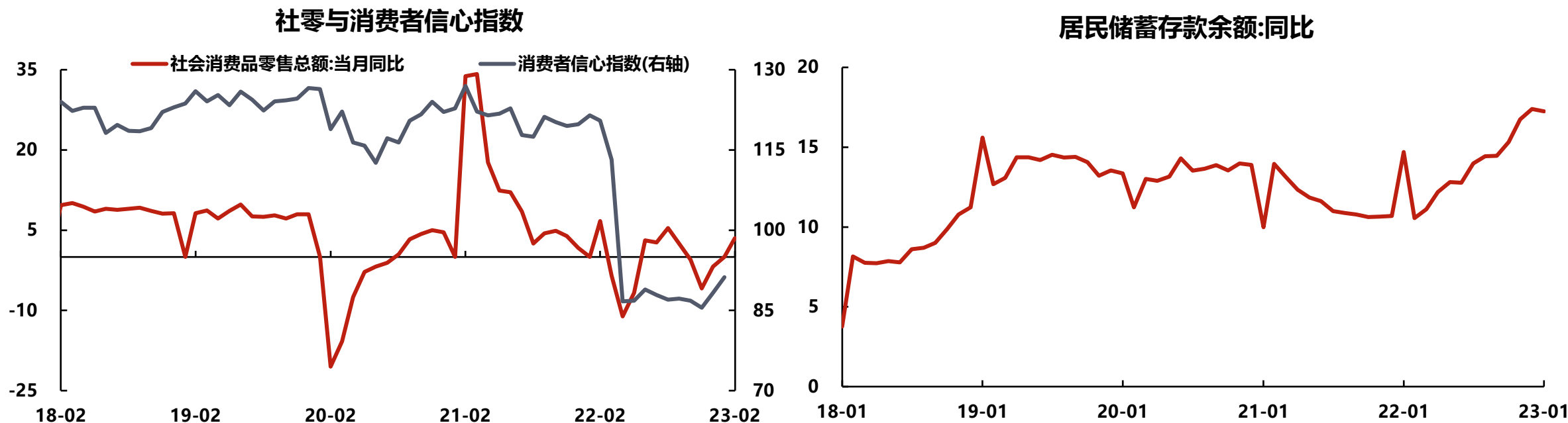
当前PP下游原材料库存处于较低位置，而订单天数逐渐增加。

资料来源：Wind、盛达期货研究院

方式4（国内宏观持续修复）：消费者信心指数在1-2月有所反弹

图：社零与消费信心指数

图：居民储蓄存款余额：同比



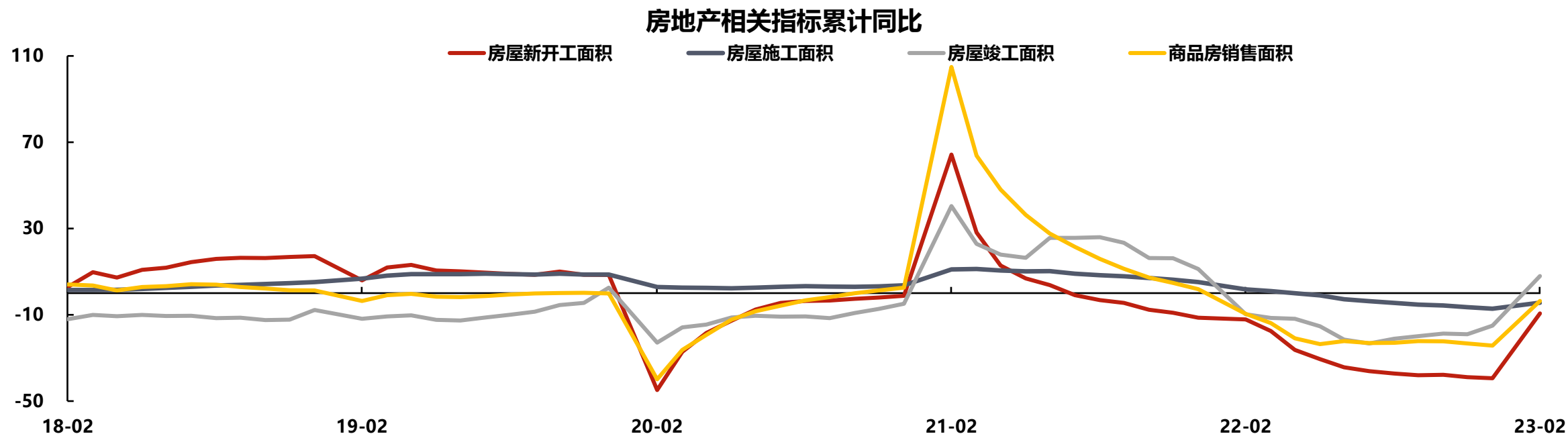
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

2022年受外部因素挫伤的消费信心与社零在疫情与封控因素消退后开始出现反弹，尽管绝对值上仍低于前值，但居民部门近年来高增的储蓄为这种恢复提供了可能性。只看后续政策如何进一步刺激信心以释放这种可能。

方式4（国内宏观持续修复）：房地产行业相关数据在持续修复中

图：房地产相关指标累计同比



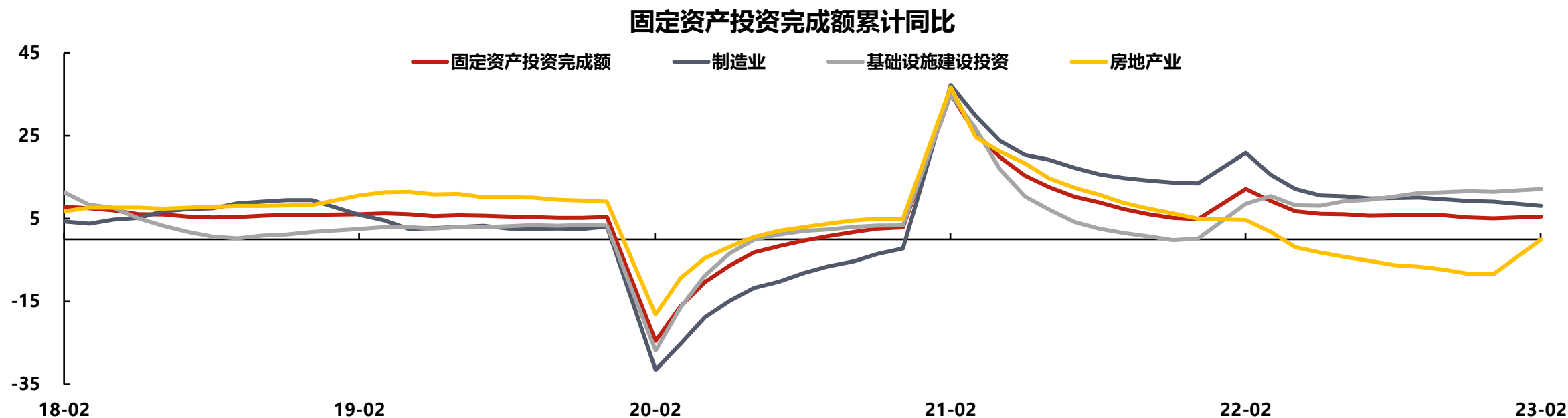
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

今年以来，在各方因素影响下地产行业相关指标新开工、施工、竣工、销售面积小有恢复。

方式4（国内宏观持续修复）：23年基建需维持高增，房地产向0靠拢

图：固定资产投资完成额累计同比



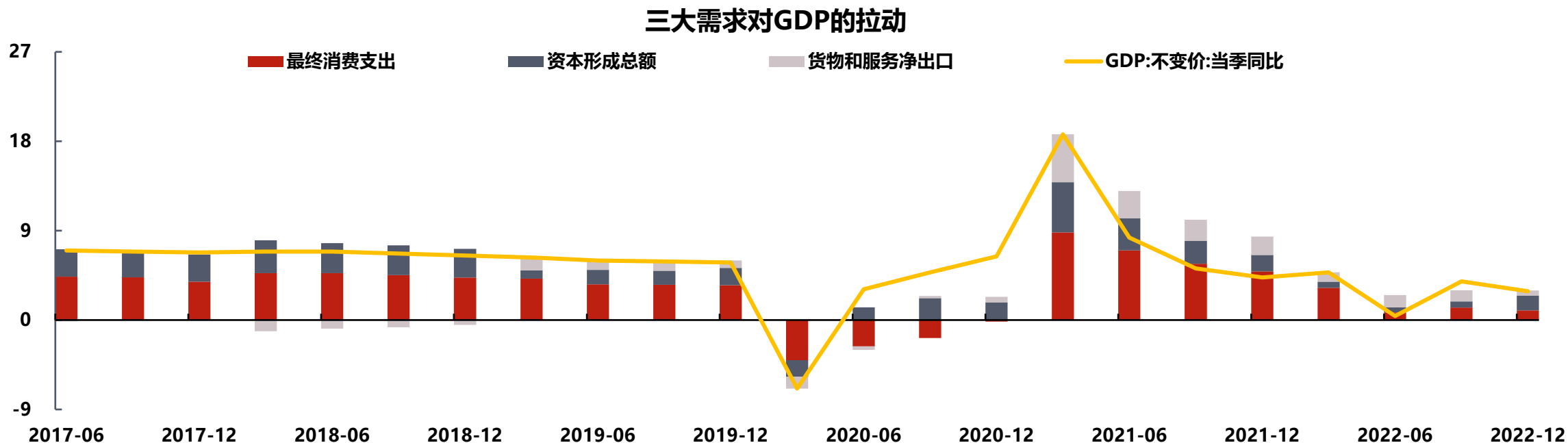
结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

地产投资累计同比由负转正；基建投资则是在专项债快速发行和额外盘活的额度补充之下，增速逆势上了一个台阶，承担起经济稳增长的主要责任。

方式4（国内宏观持续修复）：三大需求对于GDP的拉动值得期待

图：三大需求对GDP的拉动



结论：

资料来源：Wind、盛达期货研究院

粗看彼时基建与此时地产投资年内均造成拖累，并且在次年企稳。若要实现18-19年GDP累计同比5%以上的季增速，投资需释放0.5个百分点的拉动力，进而需房地产业开竣工、销售等指标同比从大幅下降到企稳回升，同时基建投资平稳上行做支撑。另一方面消费需发挥主要拉动作用，释放1个百分点的拉动力。



- 23年聚烯烃重回基本面交易逻辑，基本面异质化→基本面均值回归，上半年过渡期仍需要持续关注宏观环境影响，需要密切关注主力资金流向偏好
- 估值像一种静态支持，既然是支持就不会有动量，PP低估值不是上涨的动力，而是上涨的基础。低估值下，PP应有所预期，不宜过分看空。对冷冰冰的静态供应数字进行辩证看待，不应忽视供应被动调节的能力以及集中度较高行业的投机性需求。提高动态审视供应的格局。

- 存量装置检修显著增多（弱基差+低利润/负利润边际装置诸如外采丙烯，外采甲醇MTO, PDH等。由于生产路径短，装置调整灵活，供应弹性较大，在价格利润持续负反馈时会主动调整开工率来使得市场供需再平衡）

- 敌不动我动，出口↑进口↓
- 投机性需求显著增加。（亦被产业忽视）

■ 需求其他几点补充

- 房地产和基建部分的修复对大宗品的消耗需求增加
- 两会上新能源汽车的鼓励性政策，中国是可以全产业链生产配套汽车零部件的，产销量增加塑料用量也会增加
- 防护性需求降温，但科学育儿理念提升，尿不湿从开始的舒适，不红臀向抗菌过渡，产品要求向高端化转变
- 小家电中健康类型的家电需求增加，比如空气净化器，制氧机等

谢谢聆听， 敬请雅正

