

## 醇醇欲动或可逆袭，投产在即聚烯烃弱势不改

### 内容提要：

- ◆ 三季度行情概述：7月走基本面逻辑，8月宏观干扰，9月沙特事件主导。
- ◆ 甲醇方面，烯烃释放利好，短期偏强运行，后有10月库存拐头预期，紧接11月限气行情，冬季逆袭或许可期。然，实际去库情况待评估。若去库不顺，港口弱势延续，四季度行情高度恐怕有限。
- ◆ 聚烯烃方面，PP低库存高基差，价差结构利于多头；PE低库存高供应负基差，不可过度看空。沙特事件之后，无新驱动。随着检修量的下降，供应压力回升，眼下面临投产，预计10月投产压力释放，行情逐渐转空。。
- ◆ 策略：按装置投产情况，逢高短空聚烯烃，优选PP。01PL+450至+850范围波动，中长期看扩大，短期行情多变，灵活操作。风险提示，宏观影响、装置投产不及预期。

## 甲醇聚烯烃

张伟伟

商品分析师  
从业资格证：F0269806  
投资咨询证：Z0002792  
TEL：0516-83831160  
E-MAIL：zhangweiwei@neweraqh.com.cn

杨怡菁

商品分析师  
从业资格证：F3061802  
TEL：021-20267675  
E-MAIL：yangyijing@neweraqh.com.cn

### 近期报告回顾

看PL扩大，望L15转熊（月报）201909

原油高位偏强运行 化工板块走势分化（月报）201904

供需格局好转 3月能化板块仍有上行空间（月报）201903

地缘政治风险支撑 能化板块仍有上行动能（月报）201902

## 第一部分 三季度市场回顾

### 一、行情回顾

表 1、2019 年第三季度三品种行情简表（单位：元/吨）

	甲醇	聚烯烃	定性
7 月	磨底破下限，供增需减，累库无解，矛盾后移，91 反套至极值。7.19 河南义马爆炸引发一系列检查（上下游）	PP 资金借“垃圾分类”提前拉涨一波，PP91 一度达到 600 元/吨，之后再挤泡沫回调。PE，被动跟随 PP 上涨，然基本面拖累+对外盘低价货源冲击的担忧，率先回调	基本面逻辑+炒作
8 月	宏观主导，中美贸易战反复，在月初（人民币破 7+对 3000 亿加征关税）、月下（提高对约 5500 亿美元中国输美商品加征关税的税率，我国立即反制）有干扰。月内还有台风干扰。	上旬适度反弹后，PP 上行受阻下行受限，PE 则受到中美贸易关系反复无常的负面影响与基本面拖累，从月中起一路走跌。	宏观主导
9 月	上旬高库存压制，2100-2300 区间震荡。下旬因沙特事件暴涨，后因烯烃装置利好而保持强势	上旬超跌修复，下旬受沙特事件影响，PE 一度涨停，PP 跟涨幅度较小，LP 达偏低值 450 元/吨左右	国际外围因素主导

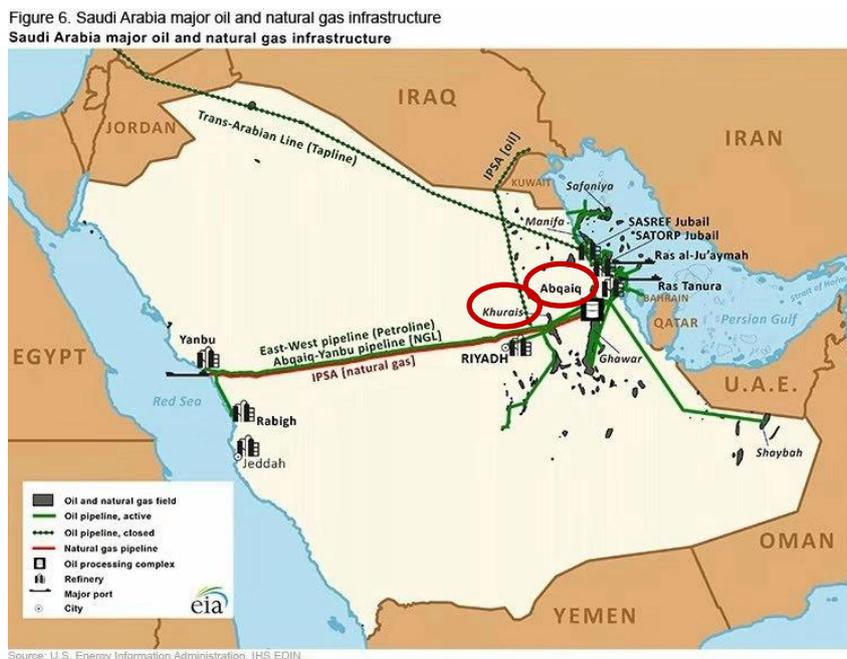
资料来源：新纪元期货研究

### 二、9 月沙特遇袭令后半月行情“脱轨”

9 月上半月行情，化工行情处于 8 月下中美贸易关系反复所致的超跌修复中。

9 月 14 日，胡塞武装 10 架无人机袭击了沙特两处关键石油生产设施——Abqaiq 布盖格炼油厂与 Khurais 胡赖斯油田，引发火灾，并导致 570 万桶/日的油田生产受到影响。沙特方面表示，此次袭击还将使沙特乙烷和液化天然气的供应量减少 50%（减少 5000 多万立方米）。

图 1. 沙特主要油气管道及设施



资料来源：国际能源署 新纪元期货研究

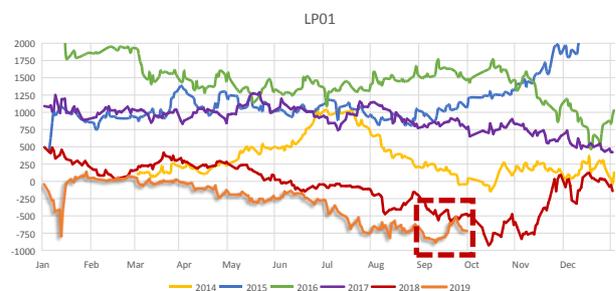
9月16日，化工品集体暴涨，对沙特进口依赖度较高的乙二醇、PE反应最为激烈，当天EG01收于4993元/吨涨停扩板、L01收于7630(+4.52%)逼近涨停、甲醇收于2347(+4.4%)逼近涨停、PP收于8353(+3.31%)。9月17日，继乙二醇涨停后，PE第二个涨停。也因此，LP价差走势不比单边差。

图 2. 甲醇 01 合约行情 (单位: 元/吨)



资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

图 3. LP01 价差 (单位: 元/吨)



资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

图 4. PP01 合约行情 (单位: 元/吨)



资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

图 5. L01 合约行情 (单位: 元/吨)



资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

月内晨会上已对沙特事件的影响作出如下分析：（以 2018 年统计数据为准）

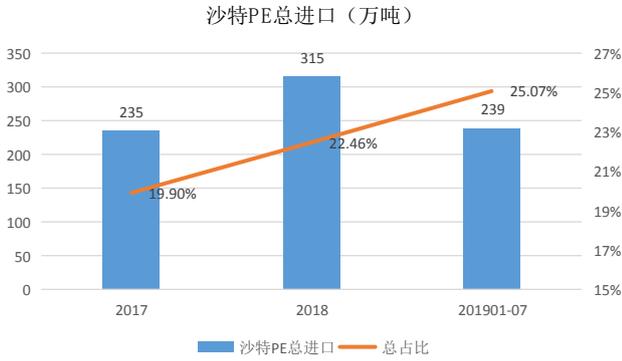
1、沙特 PE 进口占总进口约 22%，LL 进口占比 25%左右，HD 进口占比也在 24%左右，LD 进口占比约 14%左右，是 LL、HD 进口分项排名第一、PE 进口总量也排名第一的国家。至 2019 年，沙特今年 LL 增量较多，1-7 月累计进口占比达 29%。因此，市场担忧后期沙特进口货源供应问题。9月19日传来沙比克取消部分 PE 散单，再度令 PE 暴涨。

2、沙特 PP 进口占比 13%左右，均聚料为主。截止 2019 年 7 月，沙特累计进口 PP31 万吨。PP 对外进口依赖度逐年降低，沙特事件影响偏小，被动跟涨 PE、联动甲醇。

3、沙特甲醇进口占比 10.7%，是中东甲醇第二大进口国，仅次于伊朗。截止 2019 年 7 月，沙特甲醇累计进口 60 万吨。沙特遇袭地在内陆，两套沙特甲醇装置在朱拜勒（靠港口），遇袭当日无直接影响，遇袭之前临停的沙比克 5#175 万吨装置已重启，暂未听闻当地甲醇装置因沙特事件降负或停车。但，沙特事件给了甲醇一个无视高库存压制而上涨的理由。

仅从进口占比角度来看，烯烃链中，沙特事件对 PE 影响最大。但进口依赖度不代表一切，若沙特事件是可持续的，则影响的是国际贸易流。

图 6-9. 三品种沙特进口占比分析 (单位: 万吨)



资料来源：海关 新纪元期货研究

目前，传沙特油田将于月底全面恢复原油生产，盘面在一轮上涨之后也“冷静”下来。若沙特事件不可持续，化工品终究是要回归基本面。

## 第二部分 甲醇篇

### 一、内地与港口割裂状态何时休？

#### 1、西北带头，多因素推动内地上涨。

**西北：烯烃装置释放利好。**主要支撑是宁夏宝丰二期8月底至9月上旬外采甲醇以试车，目前已产出PP合格品。大唐多伦重启PP，目前已出PP产品。新奥能源因轻烃开启，二期小幅降负。供应方面，短期内西北甲醇消耗量增加、外销量减少，排库顺畅，库存天数自8月下起下降，目前在7天左右。价格方面，一路推涨。截止本周，西北指导价达1900元/吨，较月初涨300元/吨。

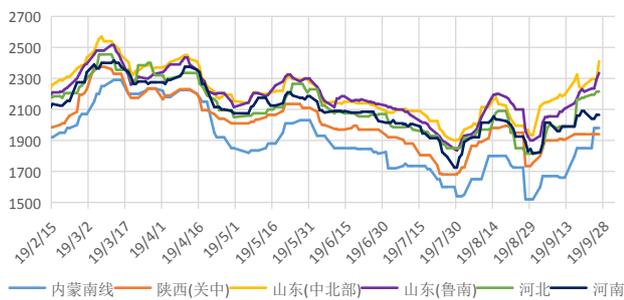
**河北/山西：限产预期强烈。**河北定州一带部分甲醇企业限产，比如定州天鹭自9.18起限产30%（焦炉气），唐山一带也是限产趋严。山西，9.25起正式限产，晋城部分企业受限产影响，山西兰花等装置将停车，省内多装置原本处于中长期低负荷状态。

**山东：西北助力，上涨积极。**西北、运费同涨，紧跟盘面走高。当地整体负荷不高，8月中旬鲁西大检修至今未开，后有月初传统下游备货有支撑，走货通畅。近期鲁南方面有些许限产压力。

图 10. 甲醇内地价格（单位：元/吨）

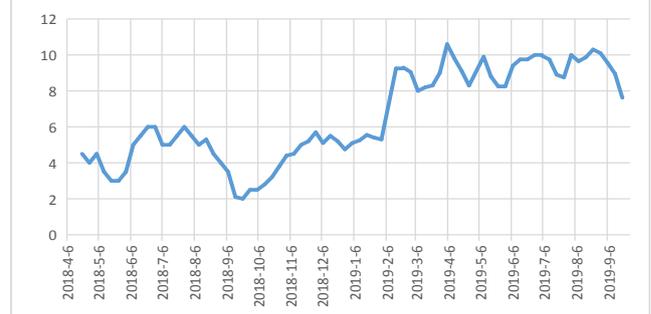
图 1. 甲醇西北样本库存（单位：天）

甲醇区域价格（中间价）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

西北样本企业库存天数



资料来源：卓创 新纪元期货研究

综合来看，月内虽受沙特事件影响，出现昨涨今跌情况，但近期内地价格偏强运行不改：

- 1) 内地局部甲醇负荷较低，叠加新烯烃利好，主产区低库存，各地推涨；
- 2) 下游考虑到节前限产和运输限制，月初备货支撑；
- 3) 运费受季节性和政策影响而持续上涨，也是支撑内地价格传导向上的理由。

2、港口随盘面上涨，但基差弱势不改。

图 12. 甲醇港口价格（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 3. 甲醇 01 基差（单位：元/吨）



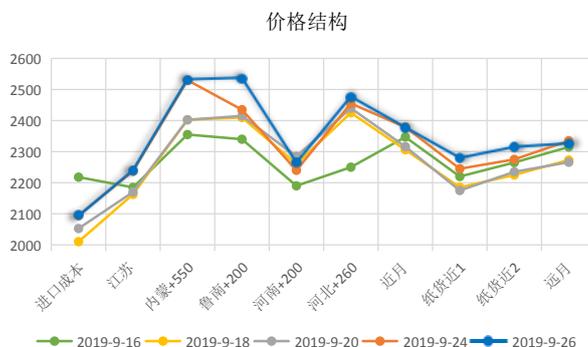
资料来源：卓创 新纪元期货研究

9 月上旬，港口也曾有过备货支撑，小幅去库，毕竟港口价格足够便宜。然而，好景不长，9 月交割货源流出，后又有大船到港，高库存中长期压制港口价格。

截止本周四，港口甲醇 2240 元/吨，基差-137，10 下纸货 2280 元/吨。01 基差保持-120~-140 元/吨区间波动，本周初拉涨，日内基差稍有走强向-120 靠拢。目前，较内地，港口依旧弱势。

3、价格结构：近高远低+港口/进口洼地维持

图 14. 甲醇价格结构（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

## 二、供应端评估

### 1、理性看待限产：

近两年国家高压环保限产政策下，多数甲醇装置已达标，其上游煤矿方面存在不确定性，限产在其上游黑色上的影响更为明显。

目前，山西、山东、天津等京津冀及周边地区已相继发布重污染橙色预警，于 9.25 至 10.3 期间才去相应减排应对措施。对甲醇来讲，焦炉气装置受限已久，山西长期未曾开满过；河北限产虽严但甲醇方面影响装置较少；河南方面因 7.19 爆炸事故整体负荷本就不高。

限产对甲醇影响量级较小且部分已成为较固定的长期损失量，日后环保限产在甲醇上的利多效应会逐渐减弱，应理性看待限产，并侧重于评估限产对周边价格传导、对下游的影响。不过，因限产导致山西中长期负荷偏低供应不足，使其转为净流入地是不争的事实。

表 2、近期限产装置表（单位：元/吨）

企业	原料	产能	限产时间	限产情况
河北定州新天鹭	焦炉气	35	2019-9-18	降负至 7 成
河北邢台金牛旭阳化工	焦炉气	20	2019-9-20	降负至 8 成
山西吕梁孝义鹏飞焦化	焦炉气	30	2019-9-17	停车检修
山西兰花清洁能源	煤（联醇）	30	2019-9-25	停车检修
山西晋煤天源	煤	10	2019-9-25	停车检修
山西天泽煤化工 15+25	煤	25	2019-9-25	停车检修
山西晋丰闻喜	煤	5	2019-9-26	停车检修
山西五麟煤焦	焦炉气	10	2019-8-26	推迟重启
河南汇通（平煤蓝天）	煤	20	2019-9-24	停车检修
河南豫北化工 15+35	煤（联醇）	45	2019/9/26	停车检修
河南新乡中新化工	煤	35	2019/9/26	降负至 6 成

资料来源：卓创 新纪元期货研究

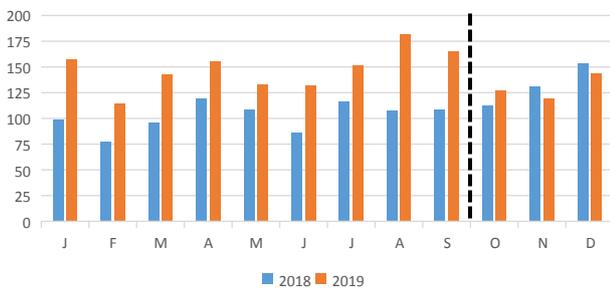
### 2、稀里糊涂完成“秋检”：

前期暴跌的甲醇令不少厂家降负/短停以降库存，实际秋检计划并不多。8 月起的非计划检修损失量增加明显，远超出往年同期，虽有产能基数扩大影响，但今年的 8 月是检修高峰，相当于提前且超额完成了秋检。故，今年秋检行情是被动检修为主，预期没有走起来，8 月损失量却高达 182 万吨（剔除 MTO）。

图 15. 甲醇月损失量统计（剔除 MTO）（单位：万吨）

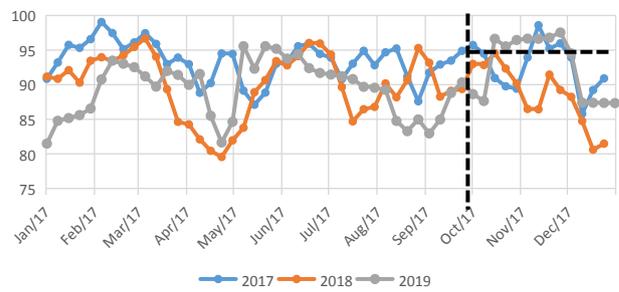
图 16. 甲醇周产量统计及预估（剔除 MTO）（单位：万吨）

月损失量-个人统计 (剔除M T0)



资料来源: 卓创+个人统计 新纪元期货研究

周产量总计-个人统计 (剔除M T0)



资料来源: 卓创+个人统计 新纪元期货研究

**产量预估及投产:**

1) 9月初, 周产量低位约 83 万吨 (剔除 MT0), 然而 9 月下起, 重启复产较多, 仅部分计划检修 (兖矿新疆、榆天化、伊东)+少量限产停车或降负, 供应压力预估十一节后归来回升更明显, 但四季度周产量难过 95 万吨上限 (预估偏高), 另外不排除复产晚于预计的情况。

2) 11 月中下旬开始限气停车, 供应压力再度减轻。在目前已知检修降负信息基础上, 已停车气头默认停到年底 (桂鲁、苏里格、天野、川维 10、大庆 10), 月均加入 20 万吨以外损失量。后结合去年西北西南气头各装置限产时间及今年内蒙区域约在 11 月中旬左右限产, 对 11-12 月产量做出调整, 预估限气能令产量逼近今年周产量低值 85 万吨附近 (可能先降负再停车, 产量曲线下降走势较图表稍缓)。

表 3. 近期气头装置动态 (单位: 万吨)

区域	企业	产能	状态
青海	青海桂鲁化工有限公司	80	190705 停车中
	青海中浩天然气化工有限公司	60	8 成负荷
	青海格尔木	12	正常
内蒙	内蒙古天野	20	190804 停车中
	内蒙古博源	100	日产 2000, 负荷较低
	内蒙苏里格	35	180905 停车中
四川	四川玖源	50	190916-0923 临停已重启, 约 8 成负荷
	四川川维	10/87	190107 起 10 万吨小装置停车, 77 万吨 8 成负荷
	泸天化	45	半负
	四川江油万利	15	日产 300, 约 65% 负荷
	重庆卡贝乐	85	正常
东北	大庆油田	10/20	10 万吨长停, 另外 10 万吨正常
其他	中海油化学、延能化应不受影响, 河南义马 7.19 爆炸, 青海盐湖及其他长停		

资料来源: 卓创 新纪元期货研究

3) 投产方面, 四季度注意兖矿西北两套装置, 冬季降温是否能顺利投产存疑, 故暂未计入预估产量中, 但仍是一个较大的利空预期。按个人统计, 甲醇总产能 8534 万吨, 有效产能 8135 万吨, 若兖矿西北产能投放, 则达 8285 万吨有效产能。

表 4. 2019 年甲醇产能投放进度 (单位: 万吨)

企业名称	装置	产能	配套下游	投产时间
------	----	----	------	------

恒力石化	炼化一体项目	50	醋酸 35+MTBE82, 均已投产	201902 中
宝泰隆	煤制	扩能 60+	供康奈尔 MT030, 尚未配套	201905 初
山西建滔路宝	焦炉气	扩能 20+	/	201907
湖北盈德气体	煤制	50	/	201908 下
内蒙古兖矿荣信	煤	90	配套乙二醇等部分下游, 当仍为净外	20191015
兖矿榆林二期	煤	60	销	20191115
晋煤中能	煤制	30		不确定

资料来源: 卓创 新纪元期货研究

### 三、港口库存评估

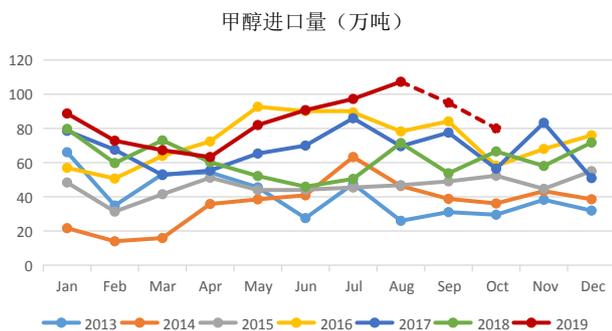
今年, 为应对高库存, 港口一共扩容两次总计三个库——春节, 华东增加仪征长江库, 华南增加恒基达鑫库; 8 月中旬华东再增加泰州海企库。港口的罐容三季度再次受到挑战, 华东罐区库存压力尤其大, 船货转港频繁、港口卸货慢、罐容紧张。

一般情况下, 库存拐点早则 9 月内, 晚则 10 月初出现。起因一般是国内外先后进入秋检, 但国内前期降负/检修主要是前期进口激增甲醇暴跌所致降价去库的结果, 而外盘今年开得较稳且未正式开始秋检。

#### 1、库存拐点判断:

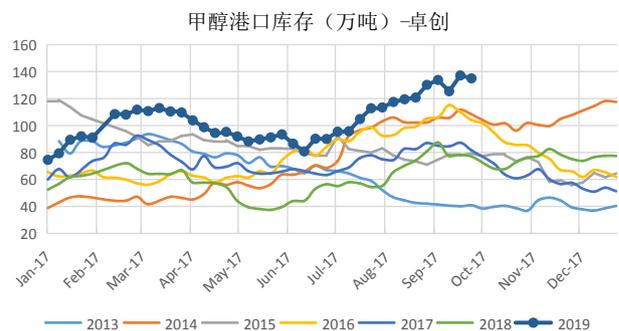
截止 9 月底, 按卓创统计口径, 港口库存 135.01 万吨 (周-2.15 万吨)。9 月船货量无明显减少, 第三周大船到港, 累库明显, 月内看不到去库拐点 (月末最后一周去库, 但不连续, 暂不算拐点)。10 月起内, 或因为罐容受限+卸货慢+船只紧张+十一限制 (9.30-10.3 阳鸿停止作业)+进口减量/外盘预计秋检, 可能迎来库存拐头。

图 17. 甲醇月进口预估 (单位: 美元/吨)



资料来源: 海关 新纪元期货研究

图 18. 甲醇港口库存 (单位: 元/吨)



资料来源: 海关 新纪元期货研究

#### 2、进口估算:

根据目前的船报, 我们预计 9 月进口量仍会在 90 万吨或以上。虽少于 8 月 107 万吨, 但仍是一个较高的进口量水平。

表 5. 2018-2019 海外甲醇产能投放进度 (单位: 万吨)

国家	企业名称	甲醇产能	投产时间
美国	OCI	175	1806 底, 对我国进口量影响不大
伊朗	Marjan	165	1809, 对我国进口量产生影响时间主要自 1811-1812 起

伊朗	Kaveh	230	19Q1 内努力投产，但不太稳定；3.7 锅炉问题停车至 4 月中下重负荷低；1905 中-1905 底再次因锅炉问题停车；1906 负荷 6 成；190724 锅炉问题再停车至 190812 重启半负；190822 故障停车至 190908 重启。
伊朗	Busher	165	运行不稳，对我国进口量影响主要在下半年但效果不及 Marjan
伊朗	Kimia	165	传近期试车
			2020 年

资料来源：卓创 新纪元期货研究

10 月外盘秋检尚未正式开始，外盘装置开工依旧高位，虽有外盘货源分流、中东减量预期，但也不排除 10 月“伪去库”的可能性。分区域来看，

表 6. 2019 年 9 月外盘检修记录（单位：万吨）

区域	厂家	甲醇产能	起始	终止	备注
	伊朗 Kaveh	230	190822	190908	故障停车
	伊朗 ZPC	330	2019/9/9	2019/9/12	临时停车
中东	伊朗 FPC	100	1909 初	2019/9/11	临时停车
	阿曼 Salaha	110	2019/8/23	2019/9/7	秋检
	沙特 Ar-Razi	175	2019/8/27	2019/9/18	故障停车
东南亚	印尼 Kaltim	66	201910 中下或 11 初	10-12 天	秋检
美洲	美国 Natgasoline	175	1908 中	推迟重启	不确定

资料来源：卓创 新纪元期货研究

1) 中东：价格方面，伊朗价低，10 月船货，低则 218 美金，折合人民币 1900 不到，按此来算，甲醇下方空间其实很大。数量方面，中东整体量级在 Marjan 投产后就已经是保持 45-50 万吨 以上（非计划检修期），中东非伊近两月有增量，主要来自于沙特与阿曼。10 月，阿曼、伊朗方面于虽有减量预期，但中东进口量不会大幅偏离此量级。投产方面，Busher165 万吨装置传月底试车+Kimia165 万吨装置，外盘投产拖延概率很高，Busher 算作年底，Kimia 算作明年。短期内，投产实现不了，但不排除空头提前打预期；若赶在年底投产并开稳，则预期上压制 01 合约，产能释放利空 05 合约，明年的月进口或有增量。另外，沙比克 5#170 万吨装置已重启。

2) 南美：8 月进口达 24 万吨，其中特立尼达和多巴哥贡献 21 万吨。我们认为这是之前美湾价格暴跌的锅，导致特巴货源大量转发往我国，可能有船期滞后因素，导致南美增量集中在 8 月进口上。目前，美湾价格已经逆势回升将近两个月+美帝 175 万吨装置停车支撑，中长期货源套利倾向回流至美湾，10 月预估南美方面进口小幅减量至今年正常水平 15 万吨或以下。

图 11. 甲醇外盘价格（单位：美元/吨）



图 20. 甲醇进口利润（单位：元/吨）



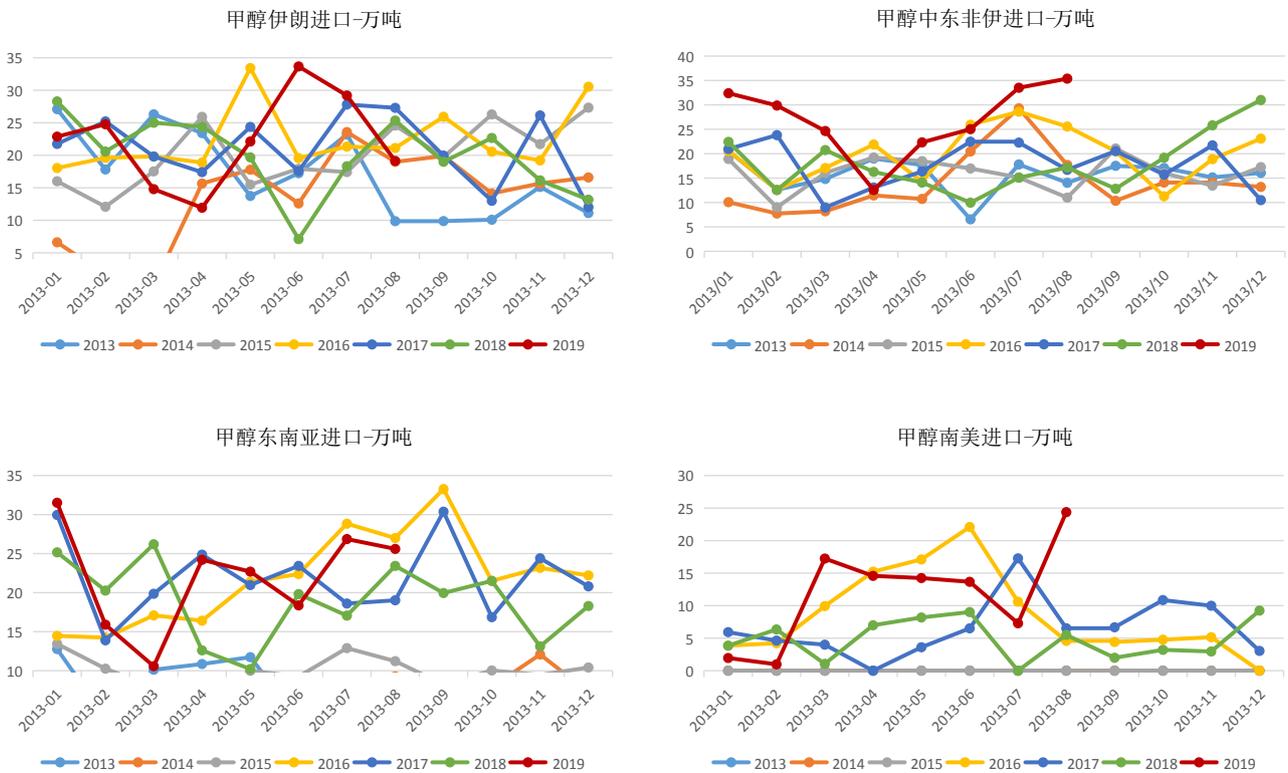
资料来源：WIND 新纪元期货研究

资料来源：WIND 卓创 新纪元期货研究

3) 东南亚：印尼 Kaltim66 万吨装置秋检安排在 10/11 月份，进口减量影响应在 11 月体现。其他装置检修计划未出。

4) 印度：价格止跌回升，未来也将分流掉小部分外盘货源。

图 21-24. 甲醇月进口量分项数据



资料来源：海关 新纪元期货研究

#### 4、去库量级判断：

接近两年 9/10 月库存及进口减量情况，结果卓创预估从 9.27-10.13 船货到港量在 37.12 万-38 万吨附近（假设正常到港）及 10 月阿曼、伊朗方面预计减量，今年秋季去库目标暂定 20 万吨，即令进口量降到 90 万吨以下接近 80 万吨左右水平，港口则需要南京诚志提负配合。

以上是理想情况，但实际难点在于：1) 中东非伊进口量变化存疑；2) 局部罐容已预订至明年，换言之，船货基本量依旧在，即进口减量和去库量级评估中有自相矛盾的地方。另外，若库存高基数水平及便宜的价格中长期持续，则需考虑港口货源流向内陆的可能性，但目前来讲尚无该趋势。

#### 四、MTO 及传统下游评估

表 7. 部分 MTO/MTP 装置动态（单位：万吨）

企业	甲醇产能	MTO 产能	投产时间、配套下游	状态
内蒙古久泰	100 自供+80 外采	60	1905 投产，5 月末 MTO 开始提负荷，6 月中甲醇不在外销，聚烯烃产品投放市场（PP32+PE28）。月均减少约 16 万吨甲醇流通量。	正常
南京诚志	50 自供+40	30	下游配套丁辛醇，乙烯外售给园区用户。	8 月中旬降至 8 成负荷

一期	外采			
南京诚志二期	外采 180	60	1907 开车, 乙烯供当地园区用户, 丙烯供园区南京金陵粉料等, 另有及其他产品。若开稳, 则月均消耗约 16 万吨甲醇流量。	低负荷消缺状态, 其港口去库效果远不及预期。
中安联合	170	60	1907 下开车。下游配套 PP35+PE35。	8.11-8.23、8.26-9.9 短停
宁夏宝丰二期	180	60	190919 出 PP 合格品。下游配套 PP30+PE30。	外采甲醇以开车
大唐多伦	168	46	1804 关闭下游, 只开甲醇, 直至 1909 下旬正式重启出 PP 产品。目前开 PP 单线。若双线 PP 全开, 则月均减少 15 万吨甲醇流量。	已重启
山东鲁西化工	煤制 90	30	若投产, 丙烯自供丁辛醇以减少丙烯外采, 乙烯可能供给阳煤恒通。	推迟投产

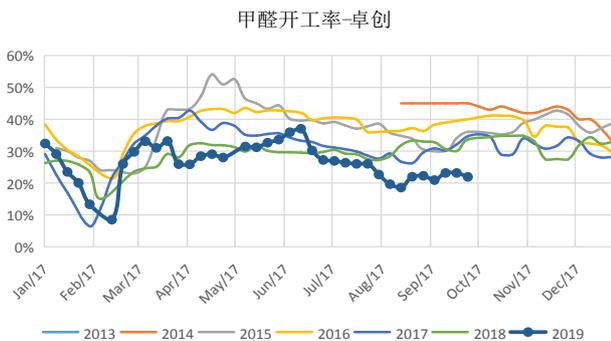
资料来源: 卓创 新纪元期货研究

**1、内陆 MTO:** 中安联合新 MTO 初期运行不稳, 短停两次。宝丰二期若开稳, 上下游产能对消, 然而其甲醇装置尚未完善, 外采可能持续, 也可能后期消缺。大唐多伦若开稳, 西北月均减少 15 万吨流量。另有, 东北宝泰隆新 60 万吨月底重启, 注意其供应对象——康奈尔 MTO 动态。

**2、港口 MTO:** 南京诚志二期低负荷运行中, 而一期也降负了, 令港口累库情况加剧。

**3、其他下游:** 甲醛方面, 因一刀切情况改善, 负荷曾有回升, 然遇 70 周年庆, 部分工厂 (山东河南河北) 或其下游不可避免停产。MTBE 方面, 需求尚可, 山东地炼招标价格 9 月一路抬升, 以利华益为例, 9.24 招标价格 2300 元/吨, 较周初上涨 120 元/吨。醋酸方面, 限产影响不大, 整体负荷和利润皆处于较高水平。

图 25. 甲醇外盘价格 (单位: 美元/吨)



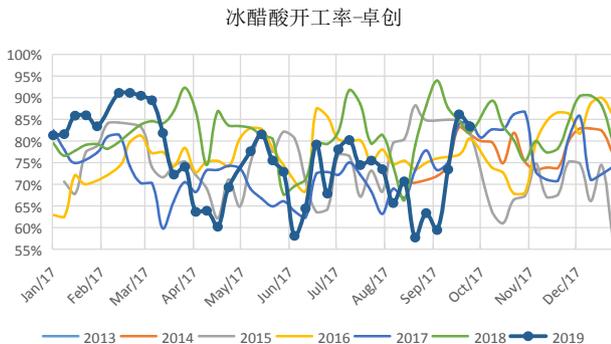
资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 26. 甲醇进口利润 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 27. 甲醇外盘价格 (单位: 美元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 28. 甲醇进口利润 (单位: 元/吨)



资料来源: WIND 卓创 新纪元期货研究

## 五、四季度行情展望

目前，烯烃装置释放利好+节前限产/环保等政策影响，短期预期转多，2300-2434 前高内偏多。但在弱基差、高库存，双重不利下，做多不易，行情较短。

10月：国庆后，多头能否等到库存拐头，拼的是时间。节前扛着高库存压力看涨的逻辑是主产区低库存+MTO利好+环保限产，而节后归来有下游复产预期+进口缩量/库存拐头预期，暂默认偏多。

针对节后库存水平，多空必然有一场新的博弈。10月内，若有“伪去库”现象或进口减量相关消息，则多头能抗跌甚至短期逆袭。多头撑到冬季限气炒作，则是胜利；若撑不到，即港口去库不及预期，则行情向下修复。

内地：宝丰二期+大唐多伦，对西北强支撑，仍成为盘面拉涨的理由，令内地、港口割裂状态持续。但，国内供应压力回升，传统需求难有增量，看现货价格顶不顶得住。

港口：进口伊朗货全场最低，去库若不及预期，价格向低价位靠拢。港口去库的最佳解决方案是南京诚志二期提负+进口减量同步，理想目标 20 万吨甚至以上。

11-12月：多空交织，拼的是故事和预期，有逆袭的可能性，但去年的高度难以重现：

- 1) 国内外皆有投产预期，炒作随时可能有；若投产不顺，投产预期将从 01 合约顺延至 05 合约；
- 2) 外盘秋检效果难料，即便进口减量，但整体进口基数水平抬高是事实；
- 3) 各种冬季故事今年难讲。气荒的去年，而不是今年；燃料需求，非去年特殊情况，难以大幅向上炒作；
- 4) 西北冬季主动排库或年底大雪封路，都是季节性情况，需注意时间截点。

甲醇终究是一个港口定价的品种，做最坏假设，若港口始终弱势，甲醇冬季盘面高度有限。

## 第三部分 聚烯烃篇

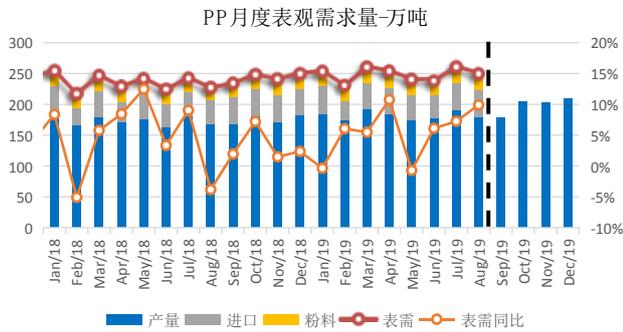
### 一、聚烯烃表需一览

2019年8月，按卓创统计口径，国内PP产量约179.13万吨（-5.79%，+6.98%），累计产量1457.41万吨，累计同比+4.96%。进口量43.75万吨（+0.11%，12.83%），累计进口284.45万吨（+6.63%）；PP本月表需219.33万吨，累计同比增速7.79%；若加上粉料，8月表需为260.69万吨，累计同比增速5.44%。

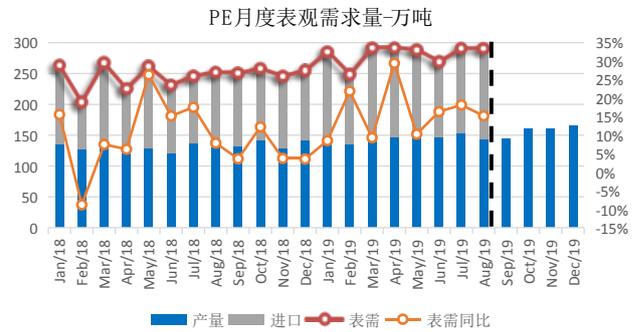
2019年8月，按卓创统计口径，国内PE产量约144.57万吨（-5.73%，+11.04%），累计产量1172.8万吨，累计同比+13.26%；进口量148.4万吨（+6.61%，19.97%），累计进口1100.41万吨（+18.41%）；PE本月表需290.37万吨，累计同比增速15.23%。

图 29. PP 表需及同比增速（剔除回料）（单位：万吨）

图 30. PE 表需及同比增速（剔除回料）（单位：万吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究



资料来源：卓创 新纪元期货研究

## 二、供应端评估

**投产预期只是延后，从不缺席：**虽然中安联合投产初期运行不稳未达到新产能释放的利空效果，但市场却等到了大唐重启 PP 线和宝丰二期聚烯烃投产，之后月末巨正源再试 PDH。目前，若计入宝丰，则 PP 产能达 2371 万吨，较年初增 6.37%；PE 产能 1896 万吨，较年初增 5.16%。投产预期利空依旧高悬于顶，可能从 01 合约延续到 05 合约，后期算上巨正源，PP 投产压力略大于 PE。

表 8. 2019 年聚烯烃产能投放进度（单位：万吨）

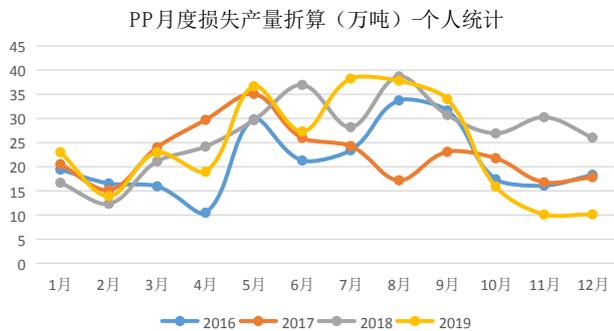
企业名称	PP 装置	PE 装置	投产时间	备注
恒力石化	45		1905	/
内蒙古久泰 MTO	32	28 全密度	1906	/
中安联合 MTO	35	35LL	8.11-8.23、8.26-9.9 短停	/
宁夏宝丰二期 MTO	30	30 全密度	1909 下旬产出 PP 合格品，PE 不明	现停车
大唐多伦	46		1909 下旬已重启一条 PP 线，月末再重启一条线	重启
巨正源 PDH	60		月末试 PDH，等待开车	/
恒力石化二期		40 全密度	2019Q4	/
浙石化一期	90	75	2019Q4	45 全密度+30HD
青海大美 MTO	40	30 全密度	2020 年	不确定

资料来源：卓创 新纪元期货研究

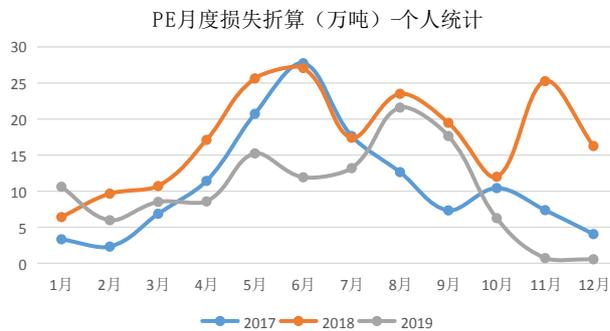
**供应压力自 10 月起回升：**预计已投产的新装置产量释放压力在 10 月体现。检修方面，本预计 8 月为检修高峰，后 9 月故障/临停增多，检修损失量明显上升。PP9 月损失约 34 万吨，PE9 月损失约 18 万吨。目前，独山子石化检修大部分已完成，神华新疆开车，神华包头约 10 月下旬重启。10 月后，计划检修偏少，仅广州石化、宁波福基。限产方面，目前仅齐鲁石化、燕山石化 PE 装置受限降至节后恢复，影响较小。

图 31. PP 检修统计（单位：万吨）

图 32. PE 检修统计（单位：万吨）



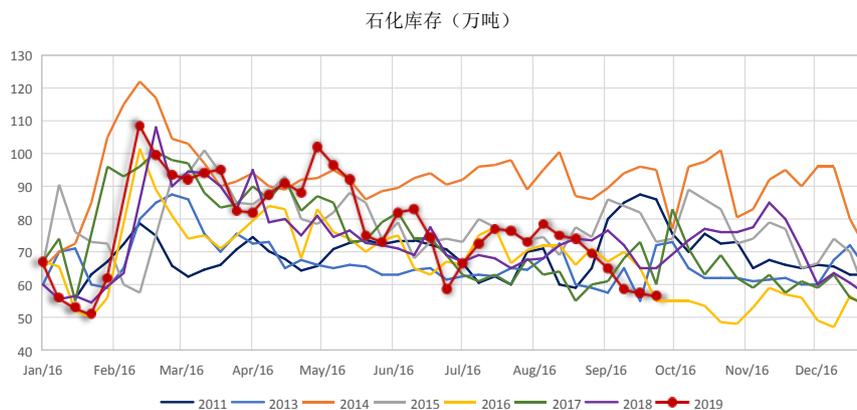
资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究



资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究

## 二、库存评估

图 33. 两油库存 (单位: 万吨)



资料来源：隆众 新纪元期货研究

截止本周四，两油库存 56.5 万吨（周-1 万吨），属于历史同期下沿水平。从八月起，两油去库将近 20 万吨多。因检修高峰重合节前备货，库存去化情况相对良好。但节后供应压力回升且新产能释放，下游恢复速度或中长期量级难及上游增量，供需趋向劈叉，累库在所难免。

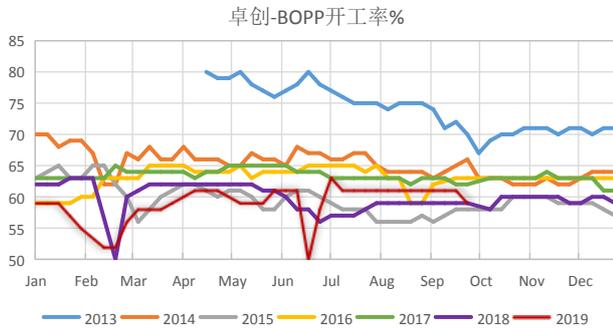
## 三、限产/下游评估

PP 方面：BOPP 膜厂节内限产保价，北方膜厂已部分提前进入检修。截止本周，BOPP 开工率为 59%（周-2%），预计还要下降。河北塑编产业受到限产影响。

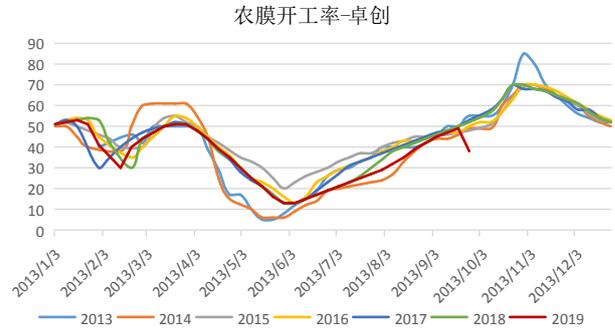
PE 方面：华北地区执行当地限产措施，比如山东膜厂限产，聊城菏泽限停较多，淄博、青州较少。截至本周，农膜开工率 38%（周-11%）。其他膜类下游，包括管材方面，亦受到影响。

图 34. PP 生产比例 (单位: %)

图 35. 低熔共聚-拉丝价差 (单位: 万吨)



资料来源：卓创 新纪元期货研究



资料来源：卓创 新纪元期货研究

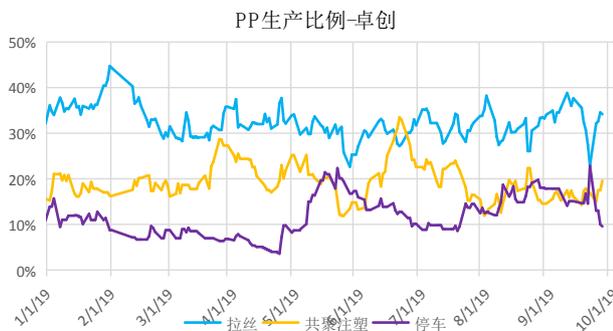
#### 四、PP 评估

##### 1、低熔共聚-拉丝价差：

7 月借“垃圾分类”炒作拉涨+非标结构性过剩导致低熔共聚-拉丝价差收窄至平水甚至偶尔贴水，8 月内该问题未解决，市场目光聚焦中美贸易，直至 9 月止跌反弹+检修小高峰+沙特事件助涨，非标走强，低熔共聚-拉丝价差明显回升，目前华东价差在 300 元/吨左右，PP 内部品种结构在检修调节下改善，非标良好，标品略少。

然而，当前几家煤化工+巨正源 PDH 开顺或新产能投放皆是隐患，装置运行初期产品必然是拉丝，标品供应压力将在 10 月后逐渐变大，中长期利空压制，而相对的，共聚供应压力会因季节性需求支撑而相对减小，届时共聚-拉丝价差恐再次收窄。

图 36. PP 生产比例（单位：%）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 3. 低熔共聚-拉丝价差（单位：万吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

PP 外盘投产虽有，但进口依赖度较低，国内供需矛盾才是核心，外盘货源冲击影响远不及 PE。

表 9. 2019 年外盘 PP 产能投放进度（单位：万吨）

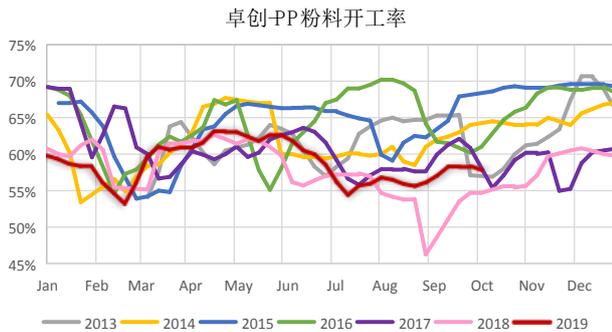
区域	企业	PP 产能	投产日期
俄罗斯	Sibur	50	1910, 预计 2-3 周后陆续来到中国
马来西亚	马油	90	19Q4, 比 PE 晚
日本	JPP	15	19Q4
伊朗	Okran	45	19Q4

资料来源：资讯公司 新纪元期货研究

##### 2、替代品价差：

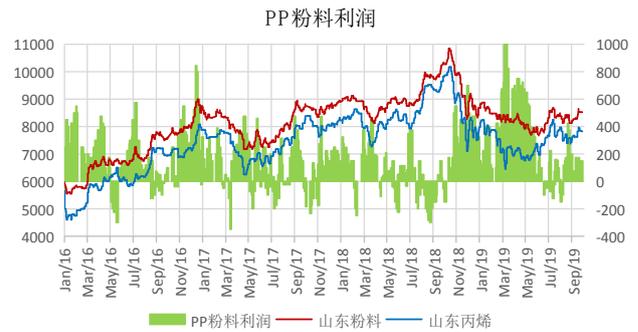
为响应华北地区限产，粉料企业稍有降负，截至本周，粉料为 57.86%（周-0.51%）。山东粉料 8500 元/吨，跟涨粒料，近期粉料利润 150 元/吨左右波动。粒粉料价差在 200-300 元/吨左右，近期稍有走弱。

图 37. PP 粉料开工率（单位：%）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 38. PP 粉料利润（单位：元/吨）

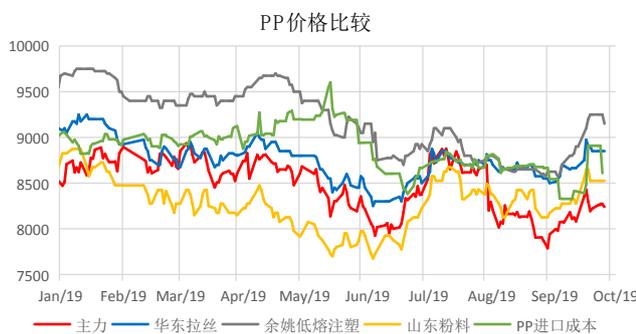


资料来源：卓创 新纪元期货研究

### 3、价格结构：

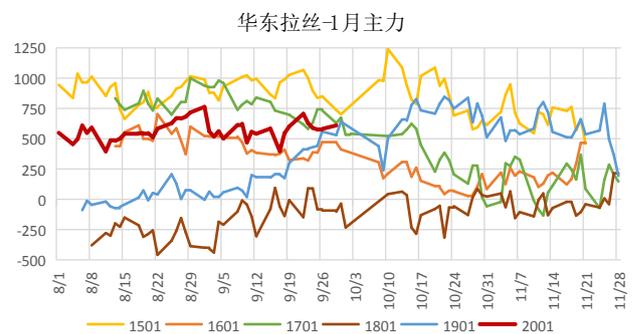
现货上方边际为进口成本，下方边际为粉料，主力 01 垫底。近低远高，利于多头展期；基差偏高，期货有补贴水的可能性。

图 39. PP 价格结构（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 40. PP01 基差（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

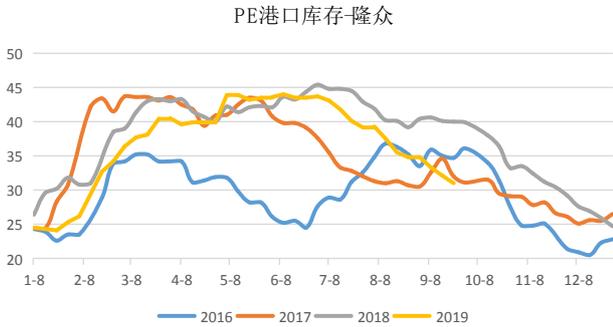
## 四、PE 评估

### 1、低库存和高供应的矛盾

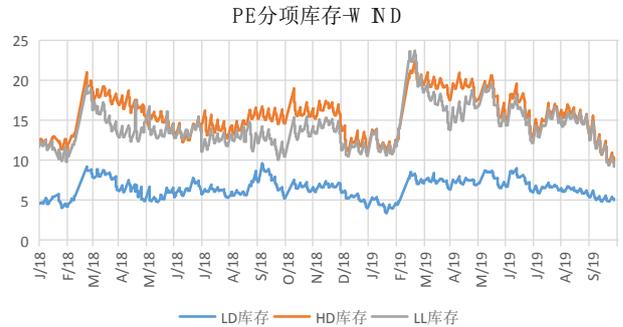
近期，PE 石化库存持续下滑至 25 万吨（HD\LL 皆下降）、港口库存持续下滑至 31 万吨，偏偏进口量从 7 月 139.2 万吨增至 8 月 148.4 万吨，那么多的进口量去了哪里？可能是 9 月有补库需求显得库存压力小，也有进口产品直接预卖给下游工厂的情况，但仍是细思极恐。因此，盘面 8 月受中美贸易战升级影响将 PE 打出低点后就不再过分逼空行为。若低库存情况持续较长时间，则低价位 PE 已逼出替代需求，我们就不能对 PE 过分看空了。

图 41. PE 港口库存（单位：万吨）

图 42. PE 石化分项库（单位：万吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究



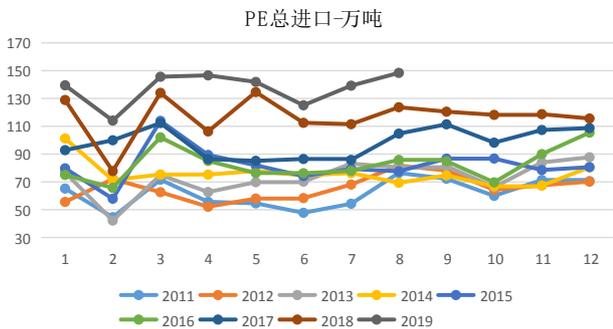
资料来源：WIND 新纪元期货研究

## 2、外盘不断带来压力，后期恐仍受进口拖累：

因近两年国外 PE 投产较多影响国际贸易流，PE 外盘低价货源挤压国内成常态，8 月期间外盘又不断走跌至 9 月企稳回升，依旧具有低价优势，令我国进口量明显上升，其中 HD/LL 进口增量贡献大。除中东货源被挤向我国产生增量（沙特+伊朗），泰国也小有增量。

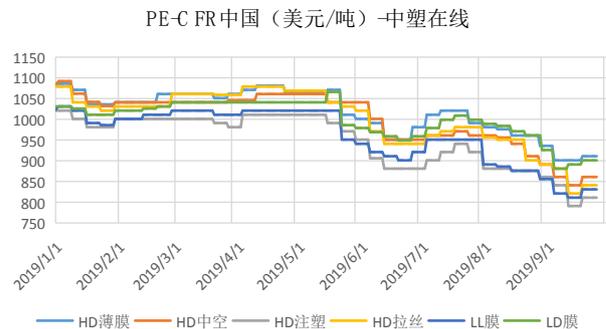
目前，外盘有部分计划检修，投产方面则有俄罗斯西布尔 160 万吨、马油 75 万吨，预计 Q4 进口先降后升，年末有进口增量。其他 19Q4 外盘新装置投产皆可能延期。

图 43. PE 进口量（单位：万吨）



资料来源：海关 新纪元期货研究

图 44. PE 外盘价格（单位：美元/吨）



资料来源：中塑在线 新纪元期货研究

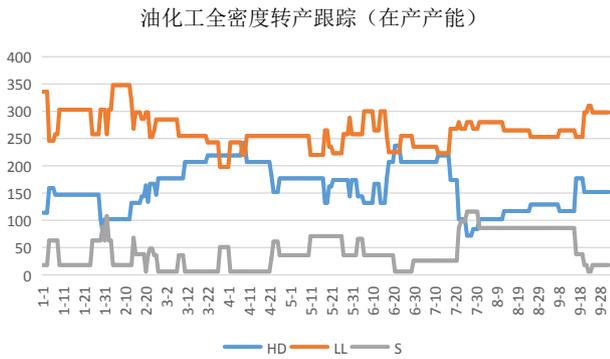
表 10. 2019 年四季度外盘 PE 产能投放进度（单位：万吨）

区域	企业	LD 产能	HD 产能	LL 产能	投产日期
俄罗斯	Sibur		70	80	1910, PE 两油统销, 预计 11 月后到中国
马来西亚	马油		40	35	1910, 副牌出, 等正牌
韩国	Hanwha-Total			40	1910
美国	ExxonMobil			65	1907 中
美国	SASOL	42		47 已投	LD 推迟到 1911, LL1902 已投
美国	Lydell-Balsell		50		19Q4
美国	台塑	40	40		19Q4
印尼	Chandra			40 全密度	19Q4
伊朗	Miandoab PC			14 全密度	推迟到 19 年底
伊朗	Andmeshk PC	30			19Q4

资料来源：资讯公司 新纪元期货研究

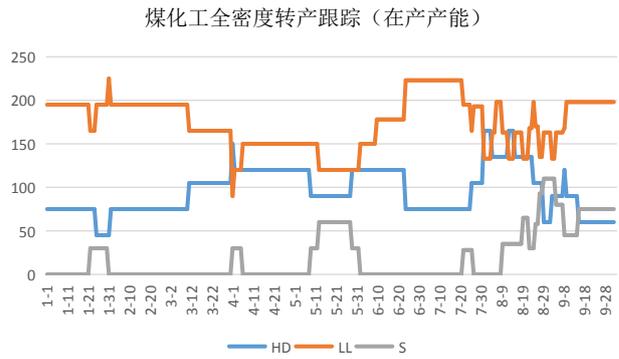
3、HD/LL 转产跟踪:

图 45. PE 油化工全密度转产产能 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创+个人统计 新纪元期货研究

图 46. PE 煤化工全密度转产产能 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创+个人统计 新纪元期货研究

按个人统计, 虽有独山子 HD 部分大修后恢复, 但神华包头及部分装置检修+个别油化工转产线性, HDHD 排产减少, 而 LL 排产增多。其中, 齐鲁部分产能受限停车、燕山石化 PE 受限减负至节后恢复。宝丰一期, HD/LL 切换较频繁, 二期重启等待产出 PE 产品。

表 11. PE 部分煤化工全密度装置近期生产/转产状态

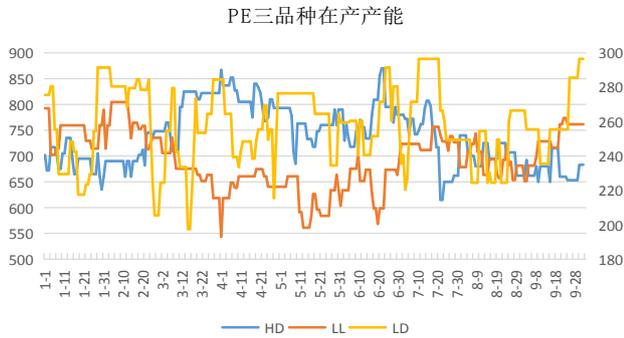
厂家	装置	全密度产能	状态
延长中煤 60	全密度	30	维持生产 HD 拉丝 6094
蒲城清洁能源	全密度	30	7.26, 由线性 7042 转产 HD 拉丝及 HD 注塑; 9.10 转线性
神华包头	全密度	30	8.16 转产线性, 9.3 转产 HD 注塑; <b>计划 9.15 停车 40 天</b>
中煤榆林	全密度	30	8 月内仅 4-5 天转产 HD
宁夏宝丰	全密度	30	8.13-8.24 由线性转产 HD 注塑; 8.25 转线性; 9.9 转 HD 注塑
久泰能源	全密度	28	有转产 HD 注塑的可能性, 不确定
中安联合	全密度	35	开车初期, 以线性为主
宝丰二期	全密度	30	正式投产后可能产注塑料
齐鲁石化	全密度	12	9.9 日转产线性; <b>9.25 因环保限产停车, 预计 10.3 后恢复</b>
福建联合	全密度	45	9.21 转产线性薄膜

资料来源: 卓创 新纪元期货研究

价格方面, 9 月内, 因沙特事件, PE 整体经历一场暴涨, 之后市场回调, 但 HD-LL 各品种价差持续收窄, 转产 HD 倾向不再。HD 注塑-LL 收敛至低位, HD 中空-LL 高位回落, 体现 HD 供应压力短期更甚于 LL。国内 HD 排产虽有减量, 但实际影响之后, 且 HD 进口压力略大于 LL, 短期内 HD-LL 价差收窄恐难改变。

图 47. HDPE 各品种在产产能 (单位: 万吨)

图 48. PE 华北各品种均价 (单位: 元/吨)



#### 4、负基差+低库存+高供应，矛盾重重：

PE 华北基差-50 至-100 左右，沙特事件时稍强，但当时报价混乱。目前，负基差持续良久，却在供应内忧外患情况去库接近两个月，PE 陷入一个不敢过分逼空却又缺乏反弹动力的怪圈。

图 49. PE 华北各品种均价（单位：元/吨）

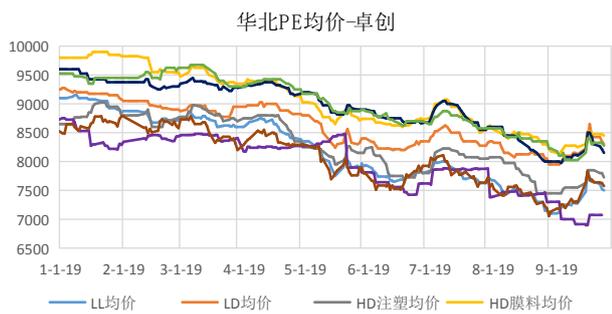
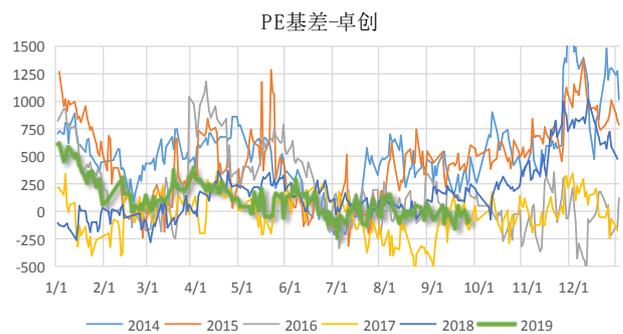


图 50. PE 华北基差（单位：元/吨）



#### 五、四季度行情展望

经沙特一事，PE 暴涨至暴跌，PP 被动跟随幅度较小，沙比克取消散单涉及量小，目前暂无 PE 进口大幅受到影响的情况，聚烯烃整体回归平淡。两品种皆有内部矛盾，PP 是低库存高基差需求存疑，PE 是低库存高供应弱基差。LP 价差中长期看扩大却多次受到干扰——各自供应结构问题、中美贸易关系恶化 PE 跌幅大于 PP、沙特时间 PE 涨幅大于 PP。

四季度，无外乎延续两个难解决的问题——PP 高基差总担心补贴水、PE 恐仍受高进口拖累，默认 PP 强于 PE，表面上来看仍是 PP 强于 PE、LP 扩大。但 Q4 坑多：

- 1) 已投产新装置运行是否稳定（大唐、宝丰二期）、后续投产利空可能从提前打预期发展到投产不及预期；
- 2) PE：外盘投产消息面反复干扰、国内 HD/LL 转产会不会再起变化
- 3) PP：联动甲醇，甲醇四季度能否顺利去库且爆发一波行情

虽然坑多，但机会也多，四季度 LP 价差变化会更快。

**策略推荐:**

1、聚烯烃：投产在即，预估 10 月逐步体现出投产压力，节后维持逢高短空的思路，品种选择倾向于投产压力更大的 PP，PE 更偏向于进口压力。01PL 价差：近期波动区间为+450 至+850 左右，仍以 PL 扩大为主，但四季度情况多变，灵活操作。

2、甲醇：短期偏强，但多预期叠加四季度故事汇，单边行情难度系数上升，传统 15 价差走扩也存在变数，多空交织，暂观望。

**风险提示：宏观影响、装置投产不及预期等。**

**特别声明**

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

**公司机构****公司总部**

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

**管理总部**

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

**成都分公司**

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

**深圳分公司**

电话：0755-33373952  
邮编：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

**上海分公司**

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

**南京分公司**

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

**徐州营业部**

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

**南京营业部**

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

**南通营业部**

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

**苏州营业部**

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

**北京东四十条营业部**

电话：010-84261939  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

**杭州营业部**

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

**广州营业部**

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

**成都高新营业部**

电话：028-68850216  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

**重庆营业部**

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#