



2018.09.21

PP 短期反弹难持续 中期震荡市

近期报告:



张驰

021-32504857

Zhangchi012462@gtjas.com

证书编号 Z0011243

报告要点

我们的观点:

短期由于 PP 现货市场货源非常紧张, 导致近期 PP 价格强势。中秋、国庆假期将缓解市场缺货状况, 市场上涨将受到压制。因此 PP 短期反弹持谨慎观点。中期将会是偏强震荡格局, 上方压力源自 01 合约存续期间供给端检修装置基本恢复, 年底又是需求走弱的关键节点, 这个大背景使得 PP01 合约在高位面临压力, 10300 元/吨的 PP 价格即使不是最高位, 也离最高位不远。

我们的逻辑:

聚烯烃本轮上涨关键原因是市场货源紧张。4-8 月是检修高峰季, 加上今年 PP 拉丝转产其他品种比例较大, PP 拉丝生产比例由年初高峰期 40%, 下降至最低 19%, 近期也仅有 24%, 导致今年 PP 拉丝货源尤其紧张。下游贸易商库存普遍偏低, 甚至是几乎没有库存。

短期中秋、国庆假期石化厂家将小幅累库, 10 月以后随着厂家大修基本结束以及转产比例的回升。货源紧缺的最高峰将会过去。缺货的极限对应的是价格高位的极限, 随着供给端的逐步宽松, PP 价格需要向下修正来体现这一状况。

PP 价格太低在 01 合约期间也不现实, 9600-9700 元/吨的价格支撑还是比较明显的。原因是粉料及回料价格支撑, 而在四季度需求相对稳定的情况下, 持续累库存的情况很难出现。

09 合约通常都会是一年中最强的合约。在 09 合约时期市场炒作的核心是需求稳定而供给端通常都处于检修高峰期附近。但是在 01 合约市场交易的是年底需求走弱, 春节后库存积压、供给端处于最宽松时期, 尤其需要注意的是虽然当前市场缺货情况较为普遍, 但是石化厂家库存较去年同期上涨了 10%。如果这一情况延续到春节附近, 那么 2019 年初春节后的库存压力将会大幅超过市场预期。

我们的策略:

四季度 PP 将会是偏强震荡格局, 9600-9700 这样的价格支撑较为明显, 但是 10300 元/吨左右的压力也不容小觑。短期市场货源紧张推动的上涨将会随着中秋国庆的到来而得到缓解

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

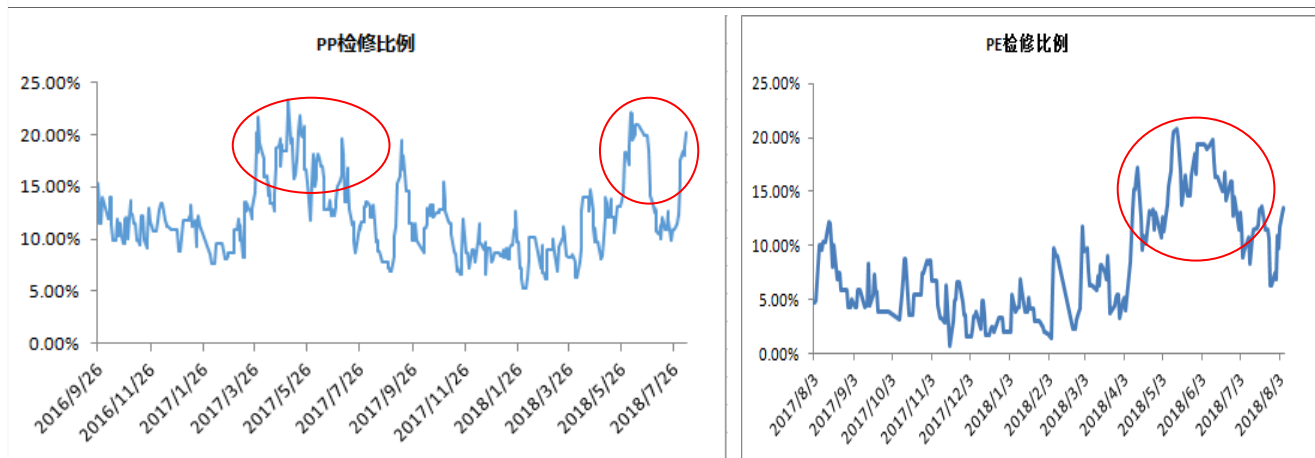
自6月底以來，聚烯烃經歷了一輪普漲行情。此後雖然經歷的近2周的下跌，但是近期現貨市場貨源緊張問題並未得到緩解，市場一貨難求。

1、二、三季度供給端收縮嚴重

歷年來二、三季度都是石化廠家集中檢修期，今年也不例外。2018年4-8月PP大修涉及產能580萬噸，占國內產能32%。PE大修涉及產能490萬噸，占國內產能27%。于此同時PP拉絲排產比例由4月初的44%逐步下調至6月下旬的20%左右，8-9月也一直維持在30%以下的低位。PP拉絲排產比例較低也是貨源緊缺的重要因素。

在檢修方面，4月開始石化廠家即開始逐步大修，歷年都是如此。今年的情況也並沒有特別大的意外。值得指出的是：最近幾年的情況看，09合約對應的二、三季度也往往是最強勢的合約，2016年6-8月PP01合約漲幅28.3%，2017年6-8月PP01合約漲幅27.4%，2018年6-8月PP01合約上漲14.4%。在一年的其他時段PP價格最大漲幅很少超過10%。而每一年的1-5月則包攬了PP最近這些年來的大部分大幅下跌時段。由此可見：2018年6-8月的上漲並不是偶發因素，歸因於季節性因素更為合適。

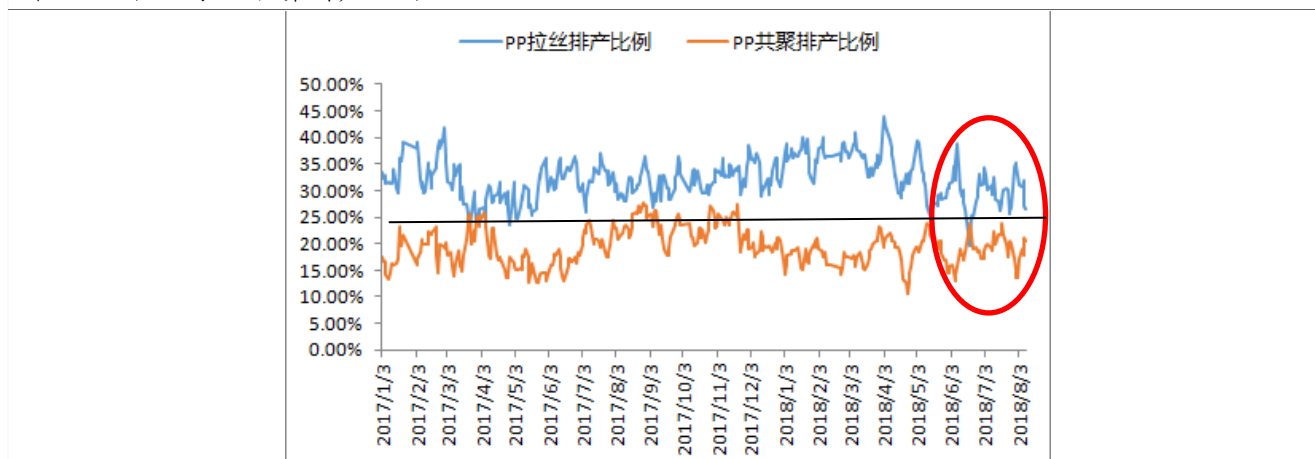
圖1 4-8月的檢修高峰期



資料來源：卓創資訊 國泰君安期貨產業研究所

不僅是檢修導致供給端的收縮，PP拉絲自4月開始排產比例由44%大幅下降至6月下旬，最低達到19%，7-9月中旬PP拉絲排產比例也基本維持在30%以下的低位。這一因素也是今年三季度PP拉絲貨源非常緊張的重要原因，在我們的市場調研中，貿易商普遍表示拉絲貨源非常緊張，甚至大型貿易商貨量都非常少，石化廠家PP開單量僅能達到計劃量的30%左右。與之對應的是PP共聚排產比例從最低位10%左右逐步恢復至20%左右。最近1-2個月也基本都在20%左右的排產比例徘徊。

圖2 PP拉絲與PP共聚排產比例

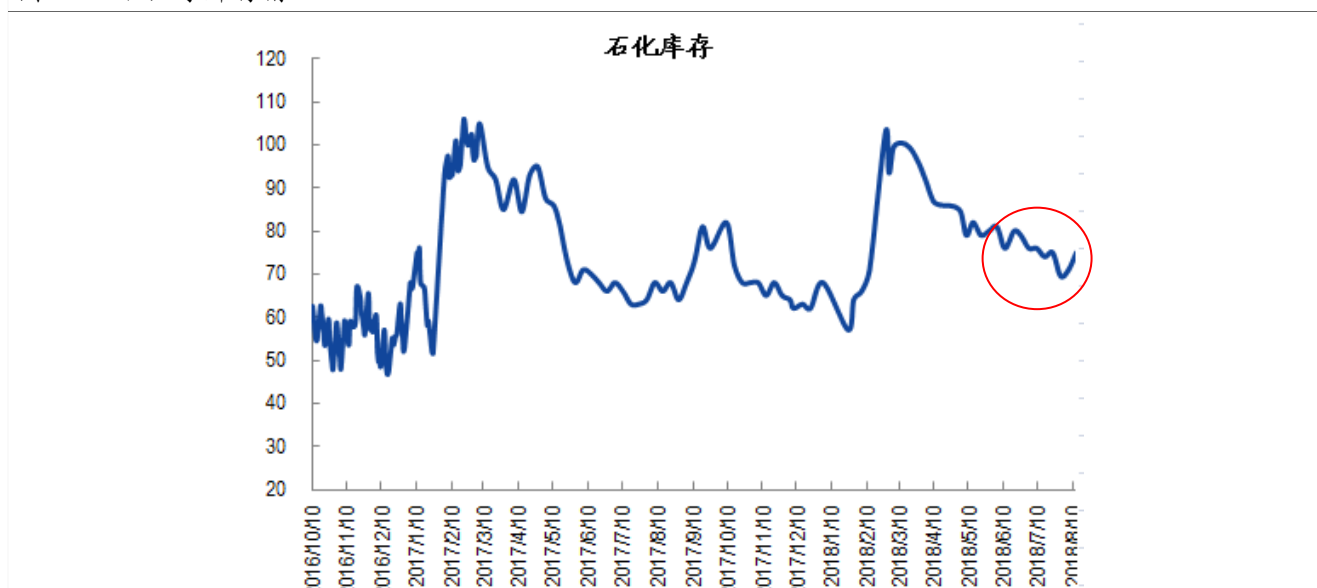


資料來源：卓創資訊 國泰君安期貨產業研究所

从短期市场情况而言，PP 缺货行情在 09 合约期间已经有了足够的演绎。PP09 最高价达到 10300 元/吨附近是供给端检修 32%，拉丝转产收缩 25%为代价取得的。未来的 01 合约如果要继续这样的强势，至少是需求不变的情况下，供给端检修产能不恢复，转产比例不恢复。实际上这是不可能的。01 合约面对的是四季度几乎没有大修装置，甚至还有可能出现 1-2 套新装置投产。在需求端，01 合约交割前后是存量订单的末期，新增订单尚未执行，春节前后贸易商终端都会是去库存格局。因此从供给需求两端情况看，01 合约面对的市场格局将远差于 09 合约的境遇。

今年石化库存较去年同期高出 10%，未来这一格局如果继续延续，2019 年春节后的石化厂家库存水平将会相当高。01 合约交割期几乎就在春节临近。2019 年 1 月中旬 PP01 合约交割，但是 2 月 5 号就是春节了。春节前下游厂家及贸易商减少采购、春节后石化厂家大幅累库，整个四季度没有装置大修，这些都是 PP01 合约未来交易的底色，也导致即使 PP 当前现货缺货，PP 期货价格仍然未能突破 10300 元/吨。

图 3 石化厂家库存情况



资料来源：国泰君安期货产业研究所

2、月差的启示

一般而言，近月减远月的价差一般会走在单边行情前面，同时也能更好的体现市场货源松紧程度。同时高低品拉丝价差也能一定程度反映市场货源松紧情况。货紧时期煤化工货源几乎可以卖到油化工同样的价格，货源宽松时期则二者价差较大。

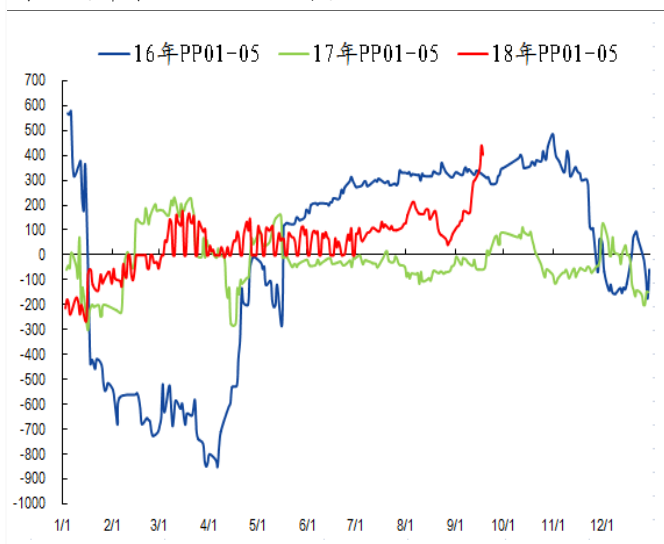
以本轮 PP 自 6 月底以来的反弹看，6 月 25 日 PP01-PP05 合约价差为 6 元/吨，PP 单边价格在随后的 6 月 28 号开始反弹。此后 PP01-PP05 价差逐步扩大，8 月 7 日达到短期最高位 214 元/吨，此后逐步下跌，PP 单边价格则在 8 月 7 号以后陷入震荡行情，并在 9 月 14 开始下跌。在最近一轮反弹中，8 月 28 号 PP01-PP05 价差再次到阶段性底部，当时价差仅为 40 元/吨附近，此后逐步扩大，9 月 3 日，PP01 价格到阶段底部。9 月 18 日扩大到 450 元/吨的高位。这种情况已经不是第一次出现，在我们此前的报告中已经反复提及月差走在单边价格的前面。

自 8 月底以来的 PP01-PP05 价差扩大与近年来的月差扩大却有这其特殊之处。虽然仅有短短 4 周时间，但是本轮 PP01-PP05 月差已经达到近 3 年来的最高位附近。上一轮达到如此高度的月差还是 2016 年 10 月底。PP01-PP05 扩大意味着近月强远月弱，出现这种情况一般意味着现货较为强势，这种价差的扩大要么源自供需端现货较为紧张，要么源自供需正常的情况下，成本端坍塌。如果说本轮 PP01-PP05 价差扩大到 450 元/吨的高位是单纯的现货紧张因素，却有很多无法解释情况。一方面、货源紧张的问题在 PP 市场并不是第一次出现，几乎每一年的三季度中后期都会有这个问题。当前市场的缺货情况并不是近年来最严重的状况。有两方面的情况可以证实这一点：一方面石化厂家库存最近几个月大部分时间都是在 70-80 万吨附近徘徊，虽然偶然有 60 万吨附近的库存水平，但毕竟是少数情况。但是近年来石化库存持续在 60 万吨附近徘徊的时期非常多，2016 年和 2017 年的三季度基本都是在 60 万吨附近徘徊。另一方面、一般而言市场货源紧张，高品质货源与低品质货源价差会收窄，而在市场货源宽松时期，这一价差会扩大。出现这种情况也很容易理解，

在市场货少的时候，哪还管价格，能有货就不错。我们选取神华包头 PP 拉丝宁波市场价作为主流煤化工 PP 拉丝的代表，选取镇海炼化 PP 拉丝作为油化工高品质 PP 拉丝货源的代表。当市场货源紧张，价格上涨较为强势的时期，神华包头 PP 拉丝价格都会无限靠近镇海炼化 PP 拉丝。比如 2016 年 12 月-2017 年 1 月、2017 年 7 月-8 月、2018 年 6 月-8 月。上述时段神华 PP 基本无限接近镇海拉丝。其中最为极端的是 2016 年底-2017 年初，甚至出现过神华 PP 价格超过镇海炼化 PP 拉丝价格的情况。当前神华 PP 拉丝与镇海炼化 PP 拉丝价差再次拉开，虽然市场仍然感觉缺货严重，但是从市场交易的情况看，可能缺货情况已经在缓解。

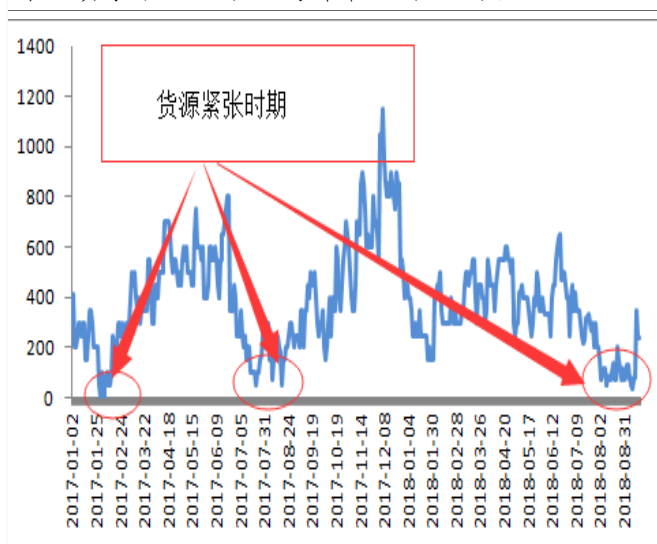
由上述情况，我们当前经历的缺货情况并不是近年来最为极端的缺货行情，但是月差却达到了近年来的高位。我们的判断是：如此价差反应了市场对中远期的价格下跌的担忧与当前缺货的现实。虽然市场缺货，但是这一情况仅仅是短期市场状况。从市场交易者的角度看，这一情况是不会持续的。也验证了我们上文的判断，PP1901 合约的交易底色是四季度没有装置大修，甚至可能有装置投产。供给端缺货情况后市会慢慢缓解，需求端扩大的空间已经不太大，相反交割期刚好是春节临近，需求下滑时期。在市场短期缺货中期又会缓解的情况下，单边价格上涨的空间和时间存在不确定性，正套价差扩大才是王道，才有真正的确定性。这才成就了本轮正套价差的扩大行情。

图 4 近年来 PP01-PP05 价差



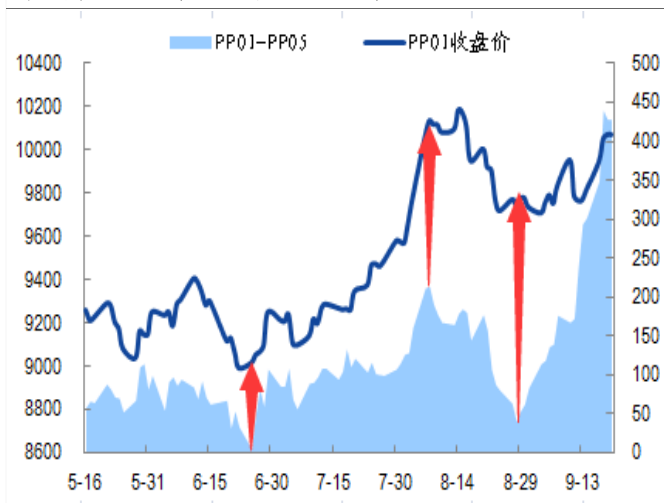
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 5 镇海炼化 PP 拉丝与神华 PP 拉丝价差



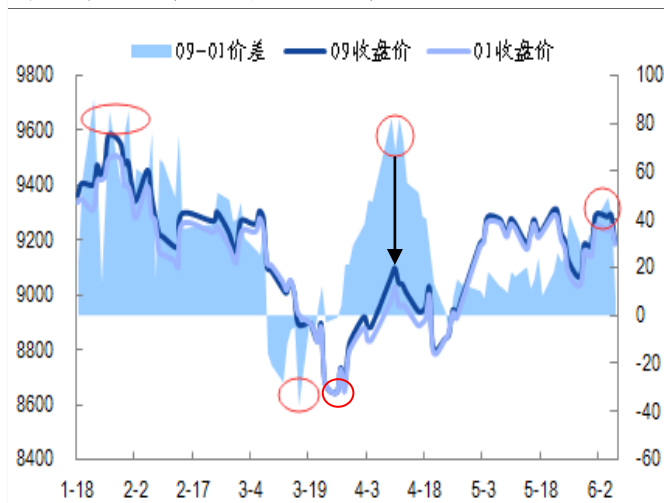
资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 6 月 差转折领先于价格转折 (PP1901-PP1905)



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

图 7 月 差转折领先于价格转折 (PP1809-PP1901)



资料来源：国泰君安期货产业服务研究所

3、观点回顾及策略建议

需求稳定的背景下，二三季度装置大修以及 PP 拉丝生产比例持续低位是目前 PP 拉丝货源紧张的关键因素。四季度供给端没有装置集中大修，供给将会相对宽松，历年来需求端四季度一直以来都较为稳定。在没有成本坍塌的情况下，PP 价格在四季度将会是偏强震荡的格局。9600 元/吨附近 PP 价格处于偏低位置，10300 元/吨以上的 PP 同样不具备持续上涨的基础，虽然未来 PP01 仍然有可能会突破 10300 元/吨，但空间有限。短期而言，随着中秋、国庆假期来临，货源紧张的极限基本到达，短期价格可能会面临压力。

市场策略方面，未来正套策略仍然是不错的策略。不过需要等待价差的回落。我们建议在 10 月中下旬重点关注 PP01-PP05 价差扩大的入场机会。入场条件则是现货市场上游厂家库存减少。从单边角度看，我们倾向 PP 价格将处于偏向震荡格局。9600-9700 元/吨价格在 01 合约上偏低。10300 元/吨以上偏高。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区延平路 121 号 31 楼 电话: 021-52137126 传真: 021-52138150

金融理财部

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)
电话: 021-52138122 传真: 021-52138110

产业发展部

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼
电话: 021-52131163

上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)
电话: 021-68401861 传真: 021-68402738

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室
电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)
电话: 022-23392200 传真: 022-23300863

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 507、508 单元 邮编: 200063
电话: 021-32522822 传真: 021-32522823

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号民生金融中心 A 座 6 楼 B 室
电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元
电话: 010-58795755 传真: 010-58795787

深圳营业部

深圳市福田区莲花街道益田路西、福中路北新世界商务中心 1502、1503、1504
电话: 0755-83734575 传真: 0755-23980597

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室
电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼 (315040)
电话: 0574-87816665 传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室
电话: 0431-85918811 传真: 0431-85916622

广州营业部

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 单元
电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

南京营业部

南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室
电话: 025-87780990 传真: 025-87780996

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室
电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室
电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室
电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 室
电话: 010-64669969 传真: 010-64669884

石家庄营业部

石家庄裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803、804 室
电话: 0311-85360890

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 16 楼 02 室
电话: 029-88220218

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务 客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇