

聚丙烯：成本及宏观共振，落霞与孤鹜齐飞

李晶

首席分析师

从业资格号：F0283948

交易咨询号：Z0015498

☎ 0755-23982459

✉ lijing@wkqh.cn

徐绍祖（联系人）

能化研究员

从业资格号：F03115061

☎ 0755-23982459

✉ xushaozu@wkqh.cn

报告要点：

回溯过去十多年，2013年附近，国内聚烯烃市场具有以下特点：1. 厂商制备工艺基本为油制；2. 厂商数量有限；3. 多为两油旗下企业，实质市场集中度较高。但2020年起，国内聚烯烃市场已发生如下改变：1. 厂商制备工艺多样化，油制、煤制、PDH制均有一席之地；2. 厂商数量大幅增多；3. 民营、合资、地方炼厂走上舞台且影响增强，实质市场集中度转为分散。考虑聚烯烃本身不同厂商生产的同一类品种差异性有限，同时，在期货市场、资讯商的逐步成熟下，价格信息的传导并没有太多阻碍，且物流业的成熟亦为聚烯烃商品的流通提供了畅通渠道。因此，2013年附近的聚烯烃市场，可以理解为是类寡头垄断市场（两油占比极高、基本为油头装置），但2020年以后的聚烯烃市场，已转为类完全竞争市场（上游供给单一话语权被明显稀释、制法多样化削弱单一原料影响）。考虑到自身基本面博弈转弱，宏观的驱动才能得到市场的共识，因此大行情的必要前提将是“成本及宏观共振，落霞与孤鹜齐飞”。

1. 成本端上，LPG市场预计供应增速放缓，PDH装置大投产仍是主旋律，但全部如期投产难度较大。需求端，PDH新产能投产预计为丙烷带来需求增量。运力方面，VLGC船投产减缓，预计2024年投产增速3%，运力问题可能继续影响市场。LPG价格预计震荡上行，燃烧需求平稳，化工需求有支撑。PDH装置产能格局依旧偏差，关注逢高做空PDH利润的机会。预计LPG三季度偏累库、四季度去库，价格重心或逐步上抬。

2. 宏观端上，目前大的节点较为明确，会通过影响市场风险偏好与情绪的方式间接影响包括聚烯烃在内的大宗商品的定价。其中11月5日美国大选是目前已知的重要的时间节点，我们认为这一系列节点前，市场博弈会加剧，宏观端或会阶段性成为盘面的定价主要逻辑。但同时临近节点时，市场上或会有一定兑现逻辑存在，定价或存从宏观转向现实的可能。经济整体“稳”中渐进的态势已较为明显，且地产端风险在2023年已有所释放，2024年或更多的仍是释放后的修复过程。叠加近期两会基调，GDP增速预期5%，且后续仍有万亿国债投放计划，聚丙烯需求或仍有托底。因此聚丙烯2024年四季度的需求端或偏平稳为主。

(一) 聚丙烯价格受原油影响自 2021 年底开始逐渐变弱

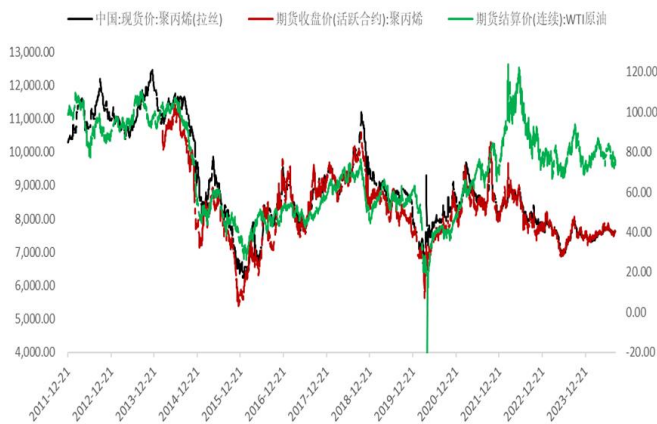
通过聚丙烯和原油及 LPG 历史价格走势不难发现，自 2021 年起，聚丙烯价格受油制工艺成本（原油）驱动逐渐转移至最大边际变量 PDH 制工艺（LPG），并且每波较大行情下，库存作为基本面供需关系的总结，并没有像传统意义上支撑盘面价格的涨跌，反而是聚丙烯价格上涨库存累库，聚丙烯价格下跌库存去化。其主要原因是市场参与主体的多样化和聚烯烃自身供需端的分散化导致博弈日渐转弱，成本端成为共识机制。

图 1：聚丙烯&WTI 原油&LPG 价格（元/吨&美元/桶）



数据来源：五矿期货研究中心

图 2：聚丙烯&WTI 原油价格（元/吨&美元/桶）



数据来源：隆众、卓创、五矿期货研究中心

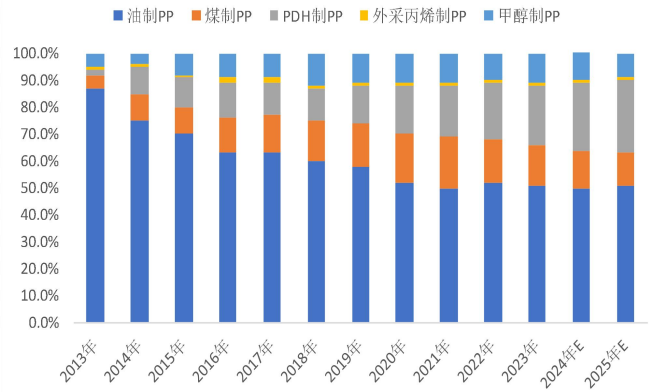
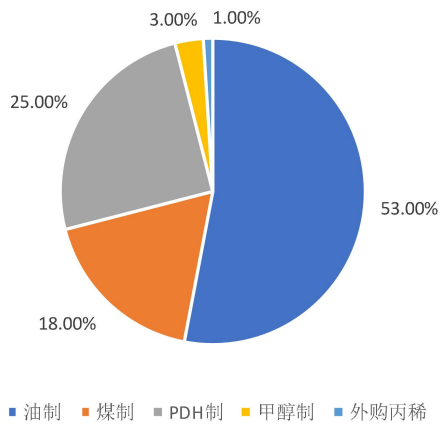
图 4：聚丙烯各生产工艺（%）

图 3：聚丙烯&液化气价格（元/吨）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

图 5：聚丙烯各生产工艺逐年占比（%）



数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

数据来源：MYSTEEL、五矿期货研究中心

成本端驱动实例 1 (上涨) 2021. 9. 7-2021. 10. 13 双控政策

聚丙烯自 8358 上涨至 10224, 涨幅为 22. 33%(聚丙烯自 8295 上涨至最高点 9965, 涨幅为 20. 1%); 液化气自 6801 上涨至最高 5176, 涨幅 31. 4%; WTI 原油自 61. 17 上涨至最高点 80. 83, 涨幅 32. 1%。成本端煤炭大涨: 此轮煤炭上涨是因为国内缺煤及双控限电下导致煤炭、甲醇价格领涨国内大宗商品价格。

图 6: 聚丙烯价格 (元/吨)



数据来源：五矿期货研究中心

图 7: 液化气 8 月 27 日震荡下沿放量上涨

图 8: WTI 原油价格无指导意义



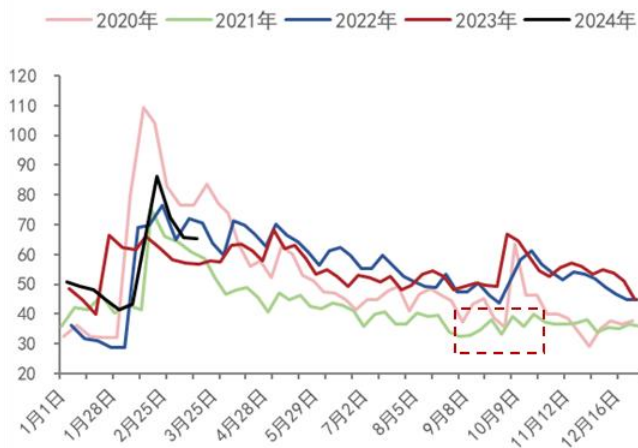
数据来源：五矿期货研究中心

图 9：聚丙烯生产企业库存（万吨/周）



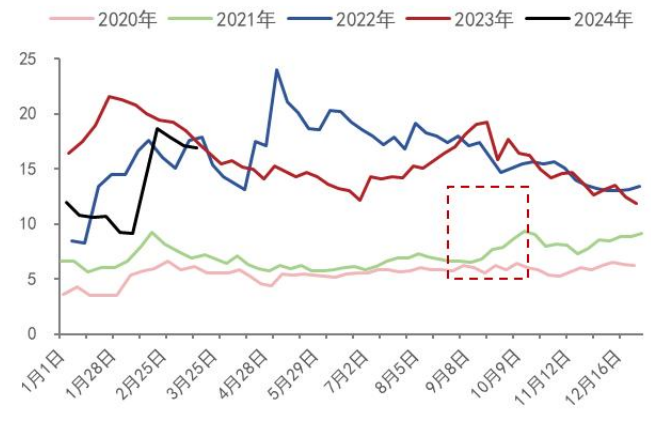
数据来源：五矿期货研究中心

图 10：聚丙烯贸易商库存（万吨/周）



数据来源：五矿期货研究中心

图 11：聚丙烯价格（元/吨）



数据来源：五矿期货研究中心

成本端驱动实例 2（下跌）2022.6.9-2022.7.15 OPEC 增产

聚丙烯自 8963 下跌至 7659，跌幅-14.5%（聚丙烯自 9112 下跌至最低点 7556，跌幅为-17.1%）；LPG 自 5886 下降至最低 5111，跌幅-13.2%；WTI 原油自 112.2 上涨至最低点 88.02，跌幅-21.6%。成本端原油 LPG 大跌：此轮原油、LPG 下跌主要由于制裁俄罗斯后，OPEC 开启增产模式。



数据来源：五矿期货研究中心

图 12: LPG 价格 (元/吨)

图 13: WTI 原油价格 (美元/桶)



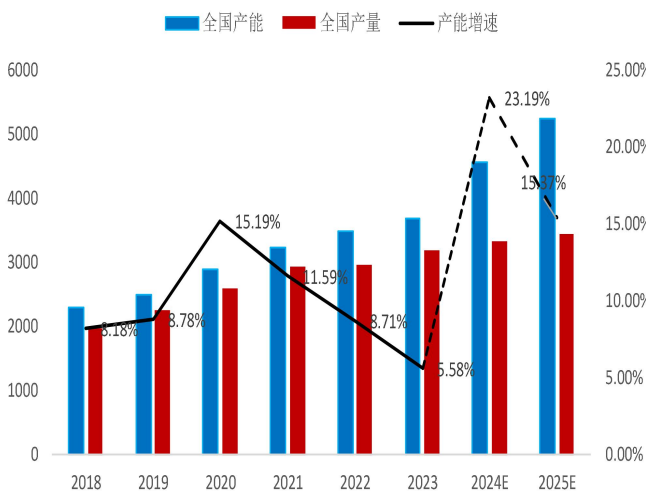
数据来源：五矿期货研究中心

图 14: 聚丙烯产能 (万吨, %)



数据来源：五矿期货研究中心

图 15: 聚丙烯投产计划表



数据来源：五矿期货研究中心

2024年国内聚丙烯投产计划				
企业全称	工艺	产能 (万吨)	计划投产时间	备注
福建中景石化 (老线升级)	PDH制	30	2024年1月	1月5日试车, 1月12日投产
广东石化	油制	20	2024年1月	1月5日试车, 1月12日投产
惠州力拓	外采丙烯	30	2024年3月	2月29日试车, 3月4日投产
福建泉州国亨	PDH	45	2024年5月	5月5日投产
安徽天大石化	外采丙烯	15	2024年5月	5月13日投产
金能科技	PDH	45	2024年5月	5月20日投产
金能科技	PDH	45	2024年5月	5月20日投产
福建中景石化二期	PDH	60	2024年5月	5月26日投产
天津中石化	油制	35	2024年10月	8月25日开始试运行
利华益维远	PDH	20	2024年10月	
金诚石化	油制	30	2024年10月	
裕龙石化 (山东)	油制	40	2024年12月	
裕龙石化 (山东)	油制	40	2024年12月	
裕龙石化 (山东)	油制	30	2024年12月	
江苏延长中燃化学	PDH	30	2024年12月	
东华能源 (茂名二期)	PDH	40	2024年12月	
福建永荣新材料	PDH	80	2024年12月	
江苏新海石化	PDH	30	2024年12月	
内蒙荣信化工	煤制	45	2024年12月	利润较高, 投产可能较大
中石化镇海炼化二期	油制	50	2024年12月	
美孚惠州	油制	95.5	2024年12月	
已投产:		290	未投产:	565.5

数据来源：五矿期货研究中心

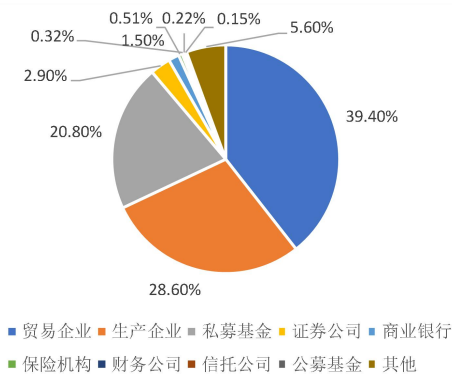
基本面博弈减弱原因 1: 市场参与主体的多样性

具体去看, 目前期货市场参与主体有以下几点特点:

1. 从机构投资者参与者数量构成上, 产业企业占比 68% (贸易类企业占比 39.4%, 生产企业占比 28.6%), 私募基金占比 20.8%, 其他金融机构占比 5.2%。
2. 从参与者持仓占比上看, 机构投资者 (含产业及金融) 持仓量占比 70.3%, 客户权益占比 70.9%, 细分去看, 产业客户持仓占比 31.5%, 金融类客户持仓占比 38.8%。

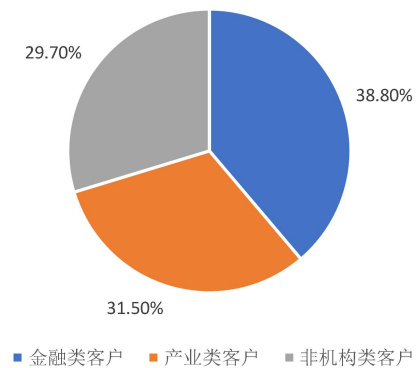
因此我们可以看到, 尽管产业企业数量占比近 68%, 但持仓占比为 31.5%; 而金融类企业占比近 26%, 但持仓占比为 38.8%, 高于产业企业。这就导致从市场影响力层面看, 金融类企业仍具有较大的话语权。

图 16: 期货市场机构投资者参与主体数量 (%)



数据来源：中期协、五矿期货研究中心

图 17: 期货市场参与主体持仓占比 (%)



数据来源：中期协、五矿期货研究中心

基本面博弈减弱原因 2: “多样化”需求端导致中观细分行业影响有限

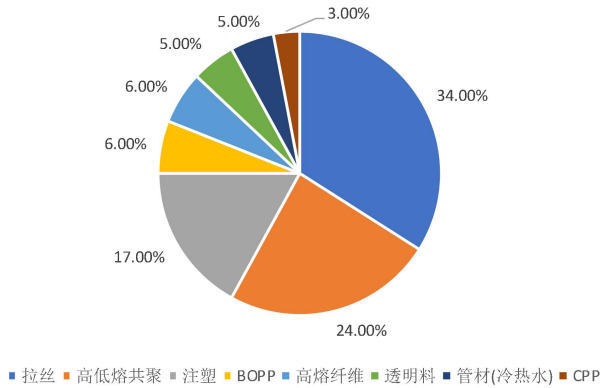
本质上, 聚烯烃还是作为渗透入各个角落的基本化工品, 聚烯烃的需求具有非常明显的韧性: 2008-2009、2014-2016 年, 出口阶段性承压, 但区间内, 有基建与地产的支撑形成对冲。

2020年，疫情扰动国内消费，但区间内出口抬升再次形成对冲。

2022-2023年，国内地产承压，但区间内汽车与疫情结束消费抬升形成对冲。

由此我们可以看出，在宏观经济整体处于下行区间的态势下，中观细分行业的起伏对于整体聚烯烃需求的影响是有限的，因为总有其他行业在拉动整体经济的同时带动聚烯烃的需求，所以在如此分散的需求端，很难指定某一具体需求对盘面价格的影响。

图 18: PP 下游产品占比 (%)



数据来源：五矿期货研究中心

图 19: PP 下游终端产成品占比 (%)



数据来源：五矿期货研究中心

四季度展望

2024年聚丙烯自身基本面驱动有限，因此成本端及宏观端扰动在今年特定区间内存在主导行情可能性。

1. 成本端上，LPG 市场预计供应增速放缓，PDH 装置大投产仍是主旋律，但全部如期投产难度较大。需求端，PDH 新产能投产预计为丙烷带来需求增量。运力方面，VLGC 船投产减缓，预计 2024 年投产增速 3%，运力问题可能继续影响市场。LPG 价格预计震荡上行，燃烧需求平稳，化工需求有支撑。PDH 装置产能格局依旧偏差，关注逢高做空 PDH 利润的机会。预计 LPG 三季度偏累库、四季度去库，价格重心或逐步上抬。

2. 宏观端上，目前大的节点较为明确，会通过影响市场风险偏好与情绪的方式间接影响包括聚烯烃在内的大宗商品的定价。其中 11 月 5 日美国大选是目前已知的重要的时间节点，我们认为这一系列节点前，市场博弈会加剧，宏观端或会阶段性成为盘面的定价主要逻辑。但同时临近节点时，市场上或会有一定兑现逻辑存在，定价或存从宏观转向现实的可能。经济整体“稳”中渐进的态势已较为明显，且地产端风险在 2023 年已有所释放，2024 年或更多的仍是释放后的修复过程。叠加近期两会基调，GDP 增速预期 5%，且后续仍有万亿国债投放计划，聚丙烯需求或仍有托底。因此聚烯烃 2024 年的需求端或偏平稳为主。

免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn