

甲醇领跌，烯烃链重心下移

内容提要：

- ◆ 11 月行情概述：甲醇空头占优，盘面低点破 1900 元/吨，换月较慢，仍有短空资金压制 01 合约；聚烯烃波动月内波动收窄，月末换月减仓上行。
- ◆ 甲醇方面，基差被动走强，港口价格趋弱，内地、港口割裂状态继续。11 月下-12 月，进口压力恐增。基本上依旧是利空主导，但短期内鲁西化工 MT0 等方面存在变数。
- ◆ 聚烯烃方面，PP 投产压力逐渐兑现，基本面由强转弱；PE 表现出抗跌不破底，但现货依旧弱势。后期，聚烯烃投产预期尤在，将落在 05 合约。
- ◆ 策略：甲醇 05 合约空配为主，但短期可能有 MT0 好，暂观望。聚烯烃：短期，12 月中旬左右，会有一轮补库行情。中长期，按投产进度，布局 05 合约逢高短空及 05 合约 P-L 逢高做缩小。

甲醇聚烯烃

杨怡菁

商品分析师

从业资格证：F3061802

投资咨询证：Z0002792

TEL：021-20267528

E-MAIL：yangyijing

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

原油高位将有震荡反复 化工板块回归各自基本面
(月报) 201905

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

高波动成常态 能化板块谁主沉浮 (年报) 201812

第一部分 11 月市场回顾

2019 年 11 月内，甲醇暴跌略破新低，聚烯烃随之重心下移：

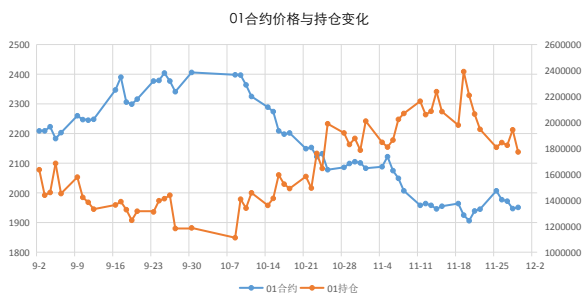
表 1. 2019 年 11 月行情变化

品种合约	2019. 11. 1 收盘价	2019. 11. 29 收盘价	涨/跌	涨跌幅
MA2001	2083	1951	-132	-6.34%
MA2005	2146	2058	-88	-4.10%
PP2001	7965	8072	+107	+1.34%
PP2005	7627	7585	-42	-0.55%
L2001	7255	7305	+50	+0.69%
L2005	7160	7250	+90	1.26%

资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

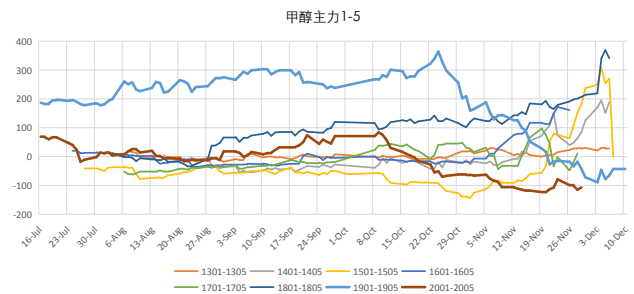
甲醇方面，基于投产预期+累库预期+进口高基数等，空头认准近月矛盾无法解决，11 月上旬破 2000 点关口，中旬破 1900 点关口，持仓暴涨最高值 245 万手，月内 15 级延续 contango。下旬因换月移仓，空头大幅减仓，01 合约反弹触 2000 点。然而，01 合约反弹只是移仓效应并非基本面改善，反弹高度有限。市场对后市预期依旧较差，矛盾延续至 05 合约。

图 1. 甲醇 01 合约（单位：元/吨，手）



资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

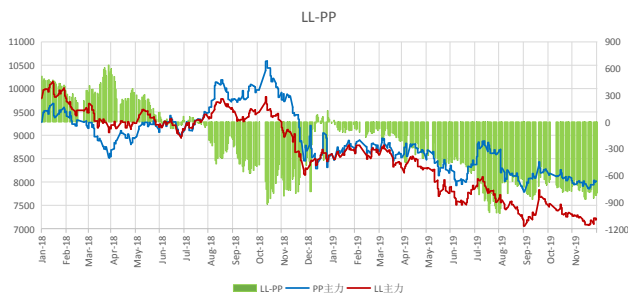
图 2. 甲醇 15 价差（单位：元/吨）



资料来源：交易所日行情数据 新纪元期货研究

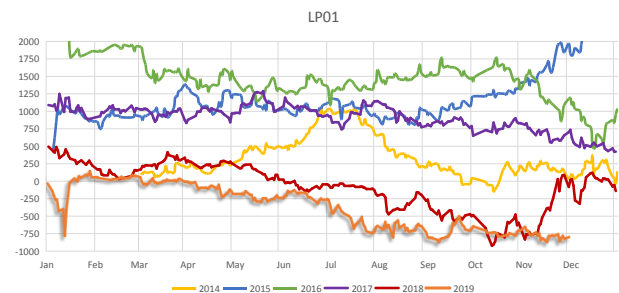
聚烯烃方面，随着新装置运行趋于稳定，PP 供应压力逐渐释放，有强转弱，短期内较 PE 压力更为明显，而 PE 暂无更差的情况出现，故较为抗跌、波动小于 PP。01PL 价差至 800+附近易收窄，体现了这一点。另外，甲醇暴跌联动性影响，聚烯烃整体重心下移。

图 3. 聚烯烃主力合约行情及品种差（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. 01L-P 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

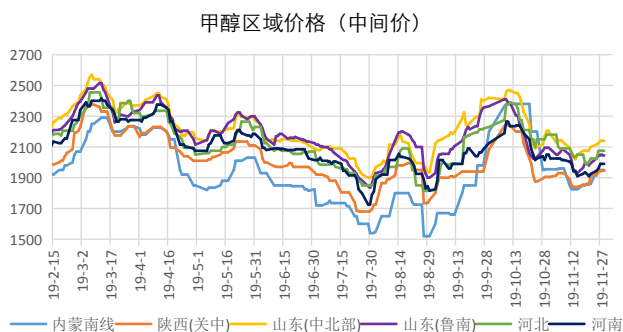
第二部分 甲醇基本面分析

一、价格结构分析:

1、内地挺价幸遇换月拉涨，价格略有回升

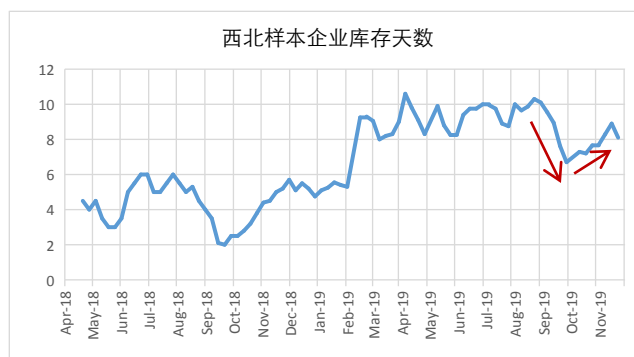
11 月上旬，内地无有效支撑，降价排库为主。月初，山东联泓 MT0 计划检修 15 天，山东价格失去支撑，国宏 12 日降负至两炉运行；第二周，西北破 1800 点，库存天数由 7 天左右升至接近 9 天。中下旬，低价令库存得以小幅去化+联泓重启，山东试图挺价，西北紧随其后，鲁南、陕西、内蒙等地偶有停售，至月末换月拉涨，内地乘风而上，内蒙重回 1900 元/吨以上，鲁南重回 2000 元/吨以上。但实际上，内地现货拉涨同盘面节奏并无直接联系，盘面走的是换月减仓的常规逻辑。另有，月内局部限产限气，看似利多，实际杯水车薪，未能组织盘面暴跌。

图 5. 甲醇内地价格（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 6. 甲醇西北样本库存（单位：天）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

2、港口基差看似走强，实则外强中干

期现轮跌过程中，基差明显收缩，从月初-80 走强到最低-30 左右。11 月，港口价格随盘面屡破新低，跌破 1900；月中，内地挺价之后，港口在低位补货支撑下，同样挺价回升至 1920 元/吨以上；而下旬跌回 1870-1880 元/吨。外盘美金报价也是颓势难改，进口利润压缩，是为洼地，令甲醇的下限在不断下移。故基差是被动走强，无法对盘面形成有效支撑。

其中，除了后市预期较差+港口库存压力以外，还有有 11 月仓单出清的因素在，造成一定压力，利空加剧。11.12-11.20，仓单量 6415 张注销完毕，盘面于此期间两次被打压至 1900 点甚至以下。

图 7. 江苏甲醇价格（单位：元/吨）



图 8. 甲醇 01 基差（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

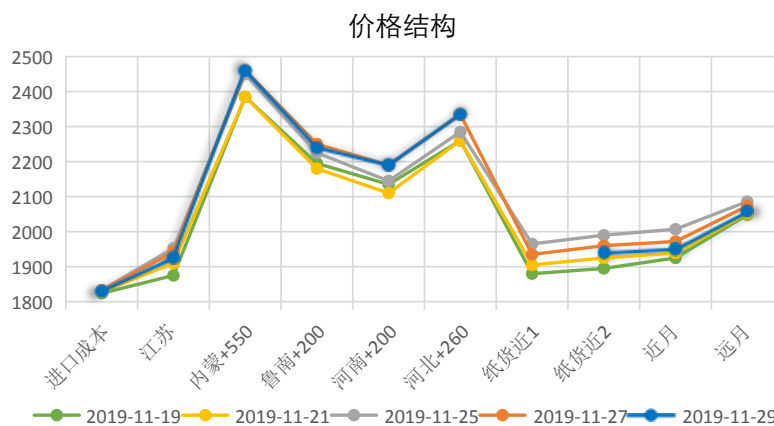
资料来源：卓创 新纪元期货研究

3、价格结构变化

截止 11 月 29 日，按现货折算盘面，进口折算价 1831 < 江苏 1925 < 12 下纸货 1940 < 2001 收盘价 1951 < 2005 收盘价 2058 < 河南 2190 < 鲁南 2240 < 河北 2335 < 内蒙北线 2460。

盘面上，15 价差已维持将近一个半月的负值。基差、月差均统一 Contango 结构，利于空头展期。

图 9. 甲醇价格结构（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

二、供应分析：

1、国内：利好量级偏小，整体供应趋高

表 2. 11 月甲醇检修表

生产企业	原料	产能	起始	终止	检修天数	停车原因
内蒙古鄂尔多斯新杭能源	煤（单醇）	20	2019-10-3	待定	待定	转产乙二醇
河北定州新天鹭 10+25	焦炉气	10	2019-10-20	2020.3	待定	降负
华电榆天化#2(榆林凯越)	煤	60	2019-10-25	2019-12-2	38	技改
青海中浩天然气化工有限公司	天然气	60	2019-10-28	2020-3-1	125	限气
河南新乡中新化工	煤	35	2019/10/29	2019/11/25	27	限产/降负
内蒙古荣信化工（90+90）	煤	90	2019/10/29	2019/12/28	60	计划检修
沧州中铁	焦炉气	20	2019/10/30	2019/11/18	19	计划检修
甘肃华亭中煦煤化工有限责任公司	煤（单醇）	60	2019/10/31	2019/11/3	3	临时停车
山东荣信煤化	焦炉气	25	2019/11/1	2019/11/4	3	跳车降负
新疆天智辰业	煤（单醇）	22	2019/11/1	2019/11/18	17	故障停车
陕西咸阳石油化工	天然气	10	2019/11/5	2020/3/1	117	限气
河南鹤壁煤化工	煤	60	2019/11/6	2019/12/6	30	计划检修?
山西同煤广发化学工业	煤	60	2019/11/6	2019/11/10	4	故障停车
安徽安庆曙光		16	2019/11/6	2019/12/15	39	计划检修
天津渤化永利化工（天津碱厂）	煤（联醇）	50	2019/11/6	2019/11/10	4	
新奥集团新能源有限公司 60+60	煤（单醇）	60	2019/11/7	2019/11/10	3	故障停车
陕西咸阳化学工业有限公司	煤	60	2019/11/7	2019/11/9	2	计划检修
山东兖矿集团-国宏 50+14	煤	64	2019/11/12	2019/11/18	6	降负

山西建滔万鑫达 (10+10)	焦炉气	20	2019/11/12	2019/11/17	5	原料供应
山西光大焦化	焦炉气	15	2019/11/14	2019/11/18	4	故障停车
四川江油万利	天然气	15	2019/11/14	2019/11/21	7	故障停车
甘肃华亭中煦煤化工有限责任公司	煤 (单醇)	60	2019/11/17	2019/12/7	20	计划检修
陕西煤化能源有限公司	煤	60	2019/11/18	2019/11/27	9	降负
内蒙博源联化 40+60+15+20	天然气	100	2019/11/19	2020/3/18	120	限气
河北定州新天鹭 10+25	焦炉气	35	2019/11/20	2019/11/25	5	降负
河北唐山中润 (10+10)	焦炉气	20	2019/11/22	2019/12/7	15	限产
内蒙古易高三维煤化科技有限公司	煤	30	2019/11/24	2019/12/9	15	计划检修
河南新乡中新化工	煤	35	2019/11/26	2019/12/26	30	限产
山西焦化 20+20	焦炉气	40	2019-11-27	2019-12-7	10	限产
陕西咸阳化学工业有限公司	煤	60	2019-11-28	2019-11-30	2	临时停车
四川江油万利	天然气	15	2019/11/14	2019/11/21	7	故障停车
泸天化	天然气	45	2019/11/30	待定	待定	限气
四川玖源	天然气	50	201912 下			限气
重庆卡贝乐	天然气	85	可能提前			限气
四川川维 77+20+15	天然气	77	201901			限气
四川江油万利	天然气	15	201901			限气

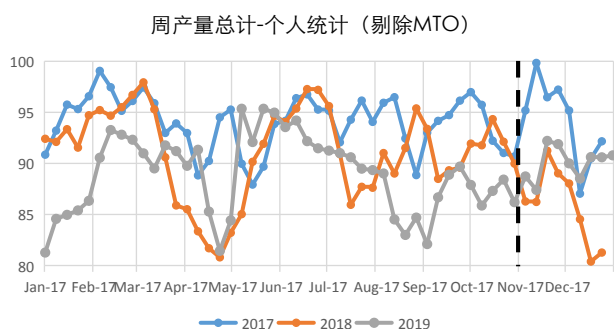
资料来源: 卓创 新纪元期货研究

产量/检修方面, 环保降负/限产停车时有发生, 但该利多不足以支撑盘面。上期月报已提示 10 月底环保限产对相关装置的影响恐延续至 11 月, 个别因错峰政策可能延续到明年 3 月。11.20 左右, 局部地区重污染天气橙色预警, 比如河北、陕西等地, 部分装置受到限产影响。月末, 河北、山东焦化限产再起, 但对主流甲醇装置影响较小。

冬季限气方面, 西南气头恐提前停车, 但该利多也不足以支撑盘面。至 11 月下旬, 西北气头该停车的皆已停车。西南气头略有变数, 本预计今年不那么缺气, 然而气价近期持续上涨, 部分西南装置考虑提前停车, 时间待定。

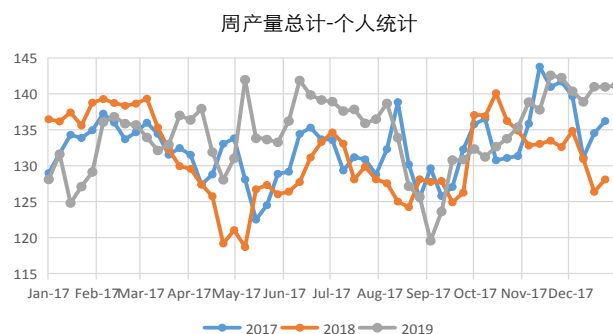
按个人统计, 11 月周产量整体处于低位, 周产量在 90 万吨上下 (剔除 MT0)。后期计划检修偏少, 11 月起供应压力逐步回升。

图 10. 甲醇周产量统计 (剔除 MT0) (单位: 万吨)



资料来源: 卓创+个人统计 新纪元期货研究

图 11. 甲醇周产量统计 (未剔除 MT0) (单位: 万吨)



资料来源: 海关 新纪元期货研究

投产方面，暂无新增压力，后期投产进度尚不明朗。内蒙古荣信二期 90 万吨煤制甲醇于 10 月末投产，新装置开车的同时，老装置停车，实际供应压力未增。按个人统计，截止 2019 年 11 月，甲醇总产能达 8709 万吨，较 18 年增加 6.35%，有效产能 8310 万吨。

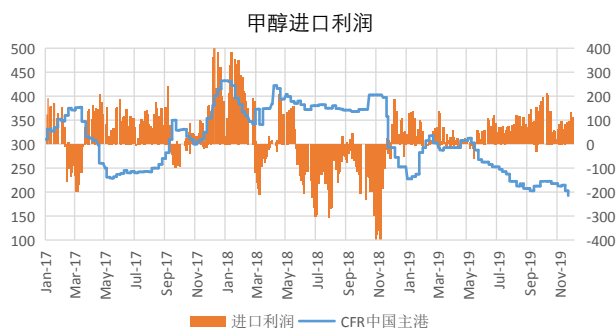
表 3. 2019 年甲醇产能投放进度（单位：万吨）

企业名称	装置	产能	配套下游/备注	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	负荷未满	201908 下
内蒙古荣信二期	煤	90	投二期装置，停一期装置	2019 年 10 月底
兖矿榆林二期	煤	60		2020 年
晋煤中能	煤制	30		不确定

资料来源：卓创 新纪元期货研究

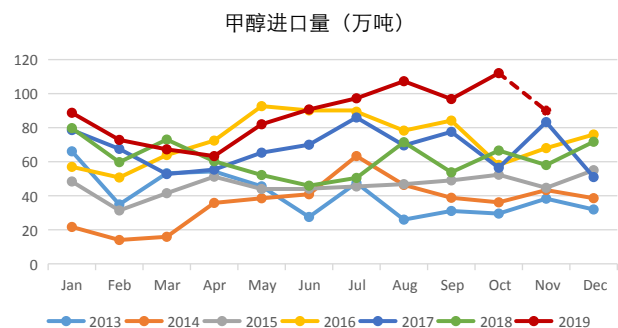
2、国外：预计 11 月进口略少，那 12 月反而会多

图 12. 甲醇进口价格与利润（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 13. 甲醇进口量（单位：万吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

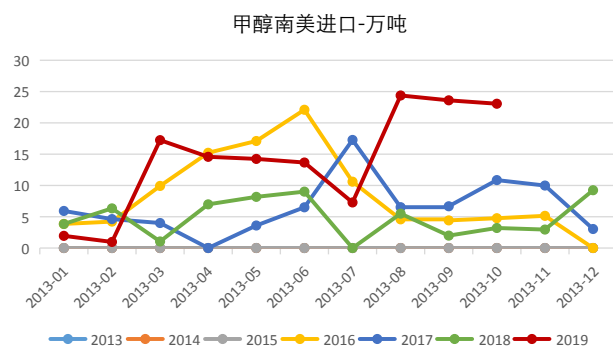
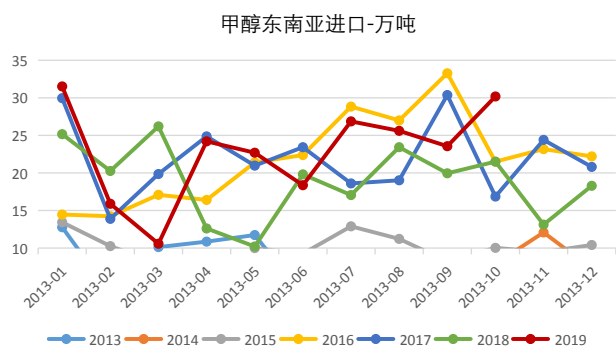
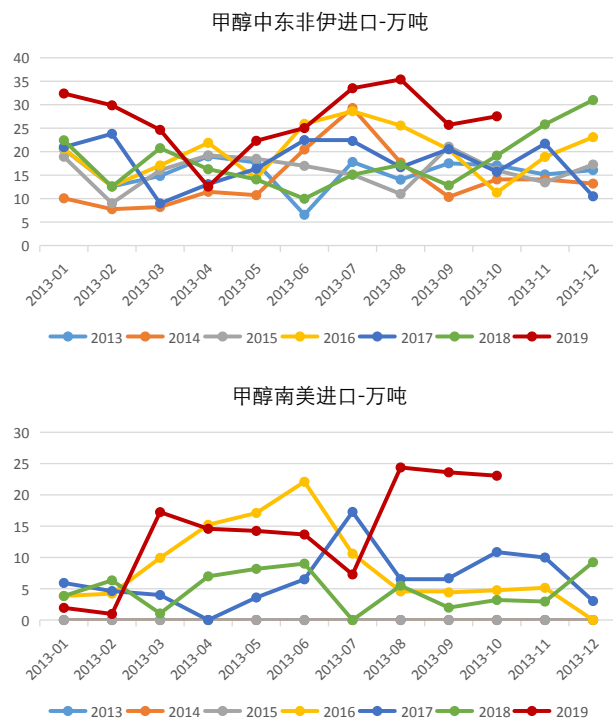
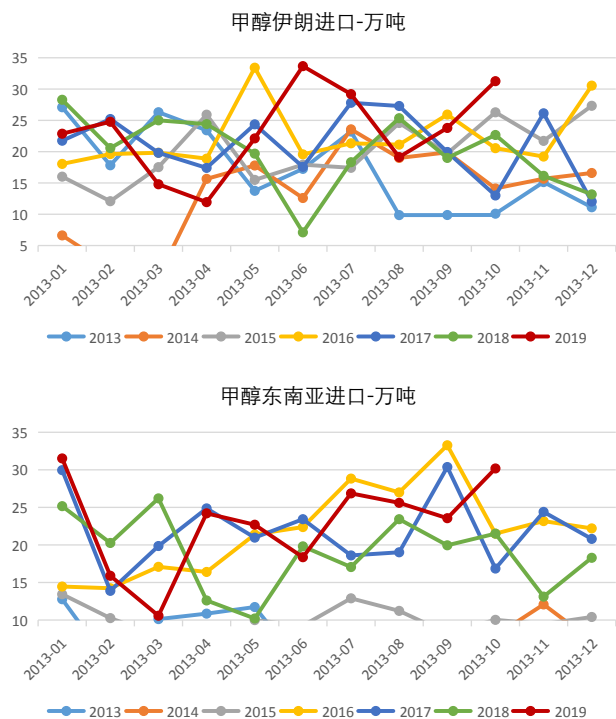
10 月进口 112.04 万吨（+15.71%，+68.35%），累计 878.25 万吨（+43.25%）。进口价格折算偏弱，外盘重心不断下降，但仍有进口利润。11 月-12 月，进口量预计先少后多，11 月量级维持 90 万吨上下，11 月下旬起船货增多，12 月进口量级可能翘尾，关注伊朗、南美量级。分区域看，

中东：10 月伊朗贡献 31 万吨进口量，占中东的一半多，一般 30 万吨以上为往年偏高进口水平，可见整体开工水平稳定。中东非伊方面，10 月阿曼贡献进口 14.87 万吨，而往年来，仅 1901 月进口达 14.95 万吨，今年阿曼对我国输出明显增加。投产方面，伊朗 Busher165 万吨装置 11 月试车成功，若提负顺利，进口增量将体现在明年，压制 05 合约。Kimia165 万吨暂无新消息。

东南亚：印尼 KMI65 万吨装置 11 月初秋检 45 天左右，预计 12 月中旬结束检修；马油 2#170 万吨 11.10-11.22 临时停车，预计 11 月东南亚进口量略减。

南美：10 月内，特立尼达贡献 18 万吨进口量，11 月中下旬起，货源恐增；因受到制裁，10 月委内瑞拉进口为零，符合预期；但 11 月有部分委内瑞拉货源输入。

图 14-17. 甲醇月进口量分项数据



资料来源：海关 新纪元期货研究

三、库存分析：

表 4. 甲醇港口库存（单位：万吨）

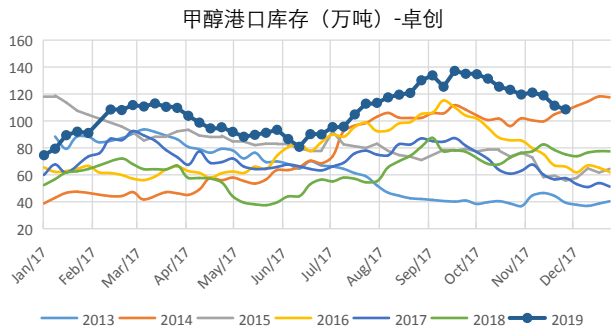
日期	江苏	浙江（嘉兴和宁波）	广东	福建	沿海地区库存	库存变化
2019/11/7	78.7	28.72	11.7	1.95	121.07	1.45
2019/11/14	78.5	27.24	9.9	3.3	118.94	-2.13
2019/11/21	73	25.27	9.68	3.4	111.35	-7.59
2019/11/28	71.8	22.18	12.6	2	108.58	-2.77

资料来源：卓创 新纪元期货研究

截止本周四，港口库存 108.5 万（周-2.77 万吨），月内降库幅度约 12 万吨。江苏月内去库 7 万吨做，但局部地区里较大，比如太仓库存仍在 35-40 万吨区间内；华南库存仍保持 13 万吨上下，无明显去化。船期滞后/罐容紧张+低价补库/货源倒流回内地（太仓、常州、南通等发往周边、鲁南；广东流向两湖等）+大雾封航（11 月下旬，短期），令 11 月内时有去库，故而资金打压 01 合约至基差大幅逼近平水后，不再过度做空。11 月下旬起，船货到港预计增加，港口逐渐转向累库，时间截点可能在月末月初或后延。

图 18. 甲醇港口库存（单位：万吨）

图 19. 甲醇江苏港口库存（单位：元/吨）



资料来源：海关 新纪元期货研究



资料来源：海关 新纪元期货研究

四、下游分析

1、MTO：偶有反弹就传 MTO 利好消息，但一切以实际投产/提负为准

11 月内，久泰、中安联合都较前期稳定，其聚烯烃产能释放，联泓按期检修完毕。粗看下来，久泰、中安联合、宝丰、诚志这几套新 MTO 皆有提负空间，但一切以实际情况为准。11 月末，鲁西化工有投产预期，若投产成功，山东可能小幅挺价。常州富德欲复工但市场认为今年难以见成效且看明年。另有，青海盐湖 MTO 重启，但该装置运行不稳定。

表 5、近期部分 MTO 装置动态（单位：万吨）

装置	MTO 产能	现状
内蒙古久泰（自供+外采）	60	11 月整体趋稳
中安联合（自供）	60	11 月整体趋稳，但 MTO 负荷未滿
宁夏宝丰二期（自供+外销）	60	甲醇尚未配套，外采中，MTO 约 8 成负荷
南京诚志二期（外采甲醇）	60	MTO 未滿负荷，传闻欲提负
山东联泓（外采甲醇）	34	11.5 计划检修 15 天，外采量减少约 4.5 万吨，已完成检修
阳煤恒通（自供+外采）	30	后期可能有检修计划
鲁西化工（自供）	30	甲醇负荷未滿，MTO 于 1911 末可能投产
常州富德（外采甲醇）	30	据闻有招工复产打算，但今年无果，待看明年情况

资料来源：资讯公司 新纪元期货研究

2、传统下游：环保限产压制，无亮点

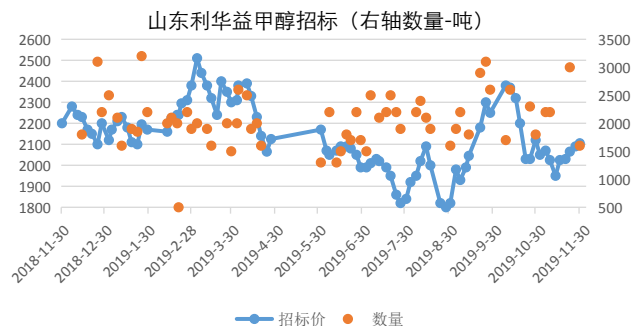
11 月内，甲醛开工负荷偏低；醋酸负荷较高复，维持在 85%-90% 区间，利润在 300-500 元/吨区间，受益于原料甲醇价格走弱。MTBE 方面，截止本周，山东地炼甲醇招标价上旬破 2000 元/吨，最低 1950 元/吨，月末提振重返 2100 元/吨。

图 20. 醋酸利润（单位：元/吨）

图 21. 山东利华益甲醇招标价（单位：元/吨）



资料来源：WIND 卓创 新纪元期货研究



资料来源：卓创 新纪元期货研究

五、11 月空头剧本完美收关，换月后再战 05 合约

甲醇主要矛盾在于港口库存和高进口基数，且明显 01 合约无法解决问题，故 10 月下旬 15 价差变为 Contango 就代表空头同时具备了基本面优势+价格结构优势，行情的剧本实际在 10 月下旬就已经定好了——本就有 11 月仓单出清的规则加成，直到 11 月底换月前都是空头资金主导行情，下限逼到基差明显收窄，多头若不在 11 月中旬反弹期间出逃，会一直被锁到空头大幅减仓换月。换月的一周前后，追空价值变小，而从 245 万手减仓减下来，必然带来一定的反弹高度，然而多头抄底的难度系数依旧很高，对空头来讲，则是顺势拉高 05 移仓的机会。

弱现实和差预期还会在 05 上发生作用，今年冬季故事又讲不起来，05 合约较往年弱势，年底年初高度有限。虽然 05 上有相关 MT0 存在不确定性利好，但不妨碍空头先压制 05，形成一个艰难而不牢靠的筑底，而港口短期上涨并不代表基本面实质性改善，市场对于 11 月下旬至 12 月的进口压力和伊朗方面可能存在的进口增量还是颇为担忧的，空头随时可能发作。

我们认为，05 合约在已知利空基础上，初期仍会在预期上做文章，12 月进口量则是关键。另外，投产预期方面，比如荣信二期榆林部分产能等，在甲醇低价情况下，后续甲醇装置短期内投产概率降低；若有 MT0 提负/投产发生，则盘面会来一波小幅修复，但是否能形成趋势性上涨行情，还得看基差、库存的改善程度。

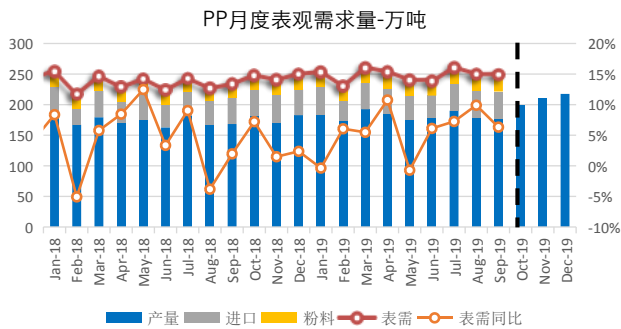
第三部分 聚烯烃市场分析

一、11 月聚烯烃表需一览

2019 年 10 月，按卓创统计口径，国内 PE 产量约 154.85 万吨（+8.90%，+8.97%），累计产量 1469.84 万吨，累计同比+12.30%；国内 PP 产量约 190.51 万吨（+7.43%，+5.05%），累计产量 1825.25 万吨，累计同比 5.01%。

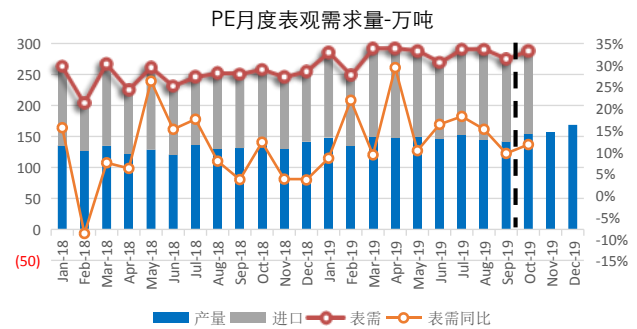
2019 年 10 月，PP 表需同比增速 5.26%（不含粉料、再生料），PE 表需增速 11.71%（不含再生料）。11-12 月，检修较少，预估供应翘尾，PP 月均在 190-200 万吨，PE 月均在 155-165 万吨。算

图 22. PP 表需及同比增速（剔除回料）（单位：万吨）



资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究

图 23. PE 表需及同比增速（剔除回料）（单位：万吨）



资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究

二、供应分析

投产方面，05 恐步 01 后尘埃。久泰、中安联合趋于稳定，新产能供应压力逐渐释放，尤其是标品供应压力回升，压制 01 合约。11 月底-12 月初，恒力二期 PP40 万吨、一期 HD40 万吨有试车计划，浙石化一期也在 12 月有投产预期。假设投产顺利，则 05 合约紧接 01 合约同样遭遇新产能供应压力释放的预期，只要装置开顺，预期在 05 合约上成为现实只是时间问题，期间或有反复，但利空只会迟到但不会不到。

表 6. 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	1908	/
宁夏宝丰二期 MTO	30	30 全密度	1909 下旬产出 PP 合格品，国庆后出 PE	/
大唐多伦	46		1909 下旬已重启一条 PP 线，9 月末再重启一条线	/
巨正源 PDH	60		国庆开 PP 线+10 月中开另一条 PP 线	待提负
恒力石化二期	40	40HD	201911 下试开二期 PP，201912 初试开一期	待投产
浙石化一期	90	45 全密度+30HD	201912 可能倒开车，有推迟可能性	待投产
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

检修方面，损失量偏少，供应压力回升。11 月 PP 损失约 16 万吨，12 月预估损失 8+万吨；11 月 PE 损失约 2 万吨，12 月暂无新检修计划。

图 24. PP 检修统计（单位：万吨）

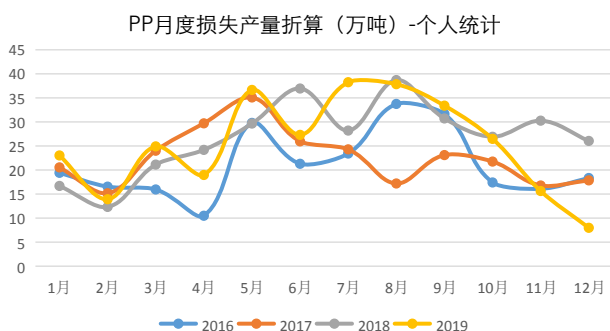
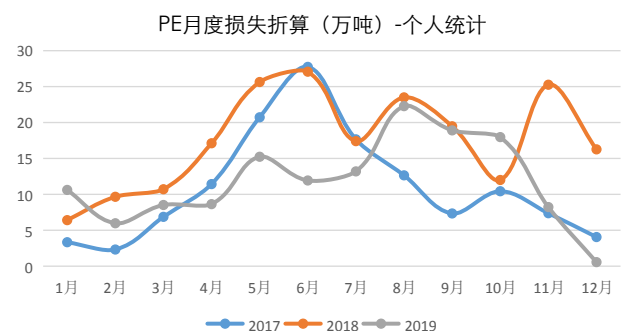


图 25. PE 检修统计（单位：万吨）



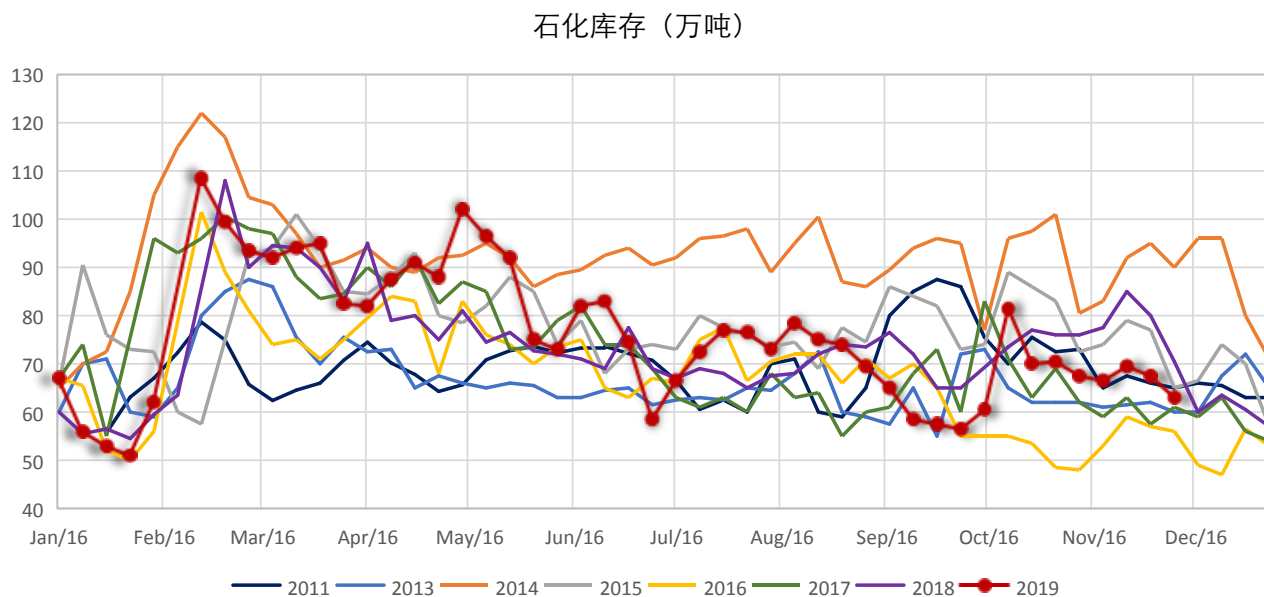
资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究

资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究

三、库存分析

截止本周四，两油库存约 63 万吨，11 月内库存基本维持在 60-70 万吨上下，库存压力较前期减轻。年末下游需求不振，去库存在阻力，考验两油库存控制能力。若去库不顺，两油倾向于降价排库。但总体来讲，年末供应压力较往年会更明显，而需求端不可避免弱化，年底去库略有压力。但 12 月中下旬因双节备货，正常情况下，还会有一轮去库。

图 26. 聚烯烃石化库存（单位：万吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

四、下游分析

PP 方面：需求淡季，刚需采购。BOPP 膜厂开工率在 11 月内回归今年正常水平，约 59%左右，月内利润略有增长，从 200 元/吨增至 500 元/吨左右。

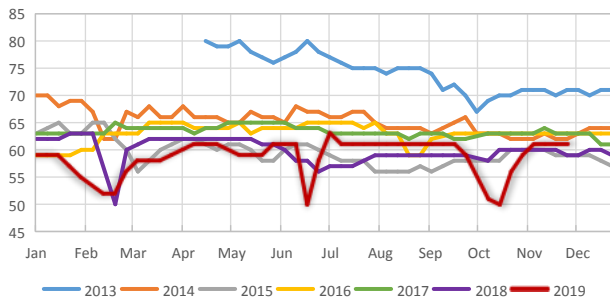
PE 方面：农地膜都已收尾，需求季节性回落。从 11 月初至月末，农膜开工率由 69%降至 62%。包装膜方面，因为节日需求，开工率变动不大，维持在 57%左右。

12 月中旬至 1 月初，预计还会有一轮较集中的节前采购，届时产生短期需求支撑。

图 27. BOPP 开工率（单位：%）

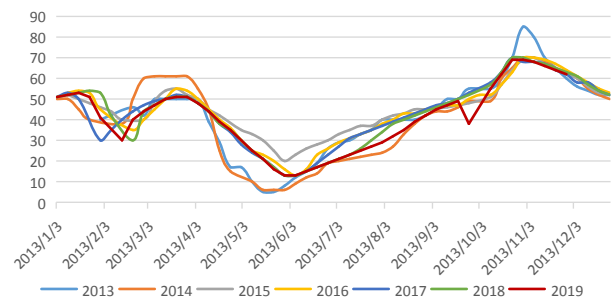
图 28. 农膜开工率（单位：%）

卓创-BOPP开工率%



资料来源：卓创 新纪元期货研究

农膜开工率-卓创

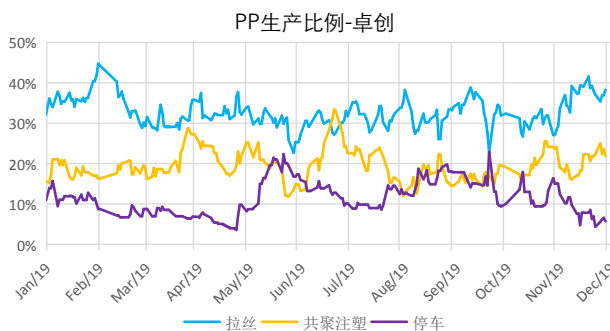


资料来源：卓创 新纪元期货研究

五、PP 评估：由强转弱

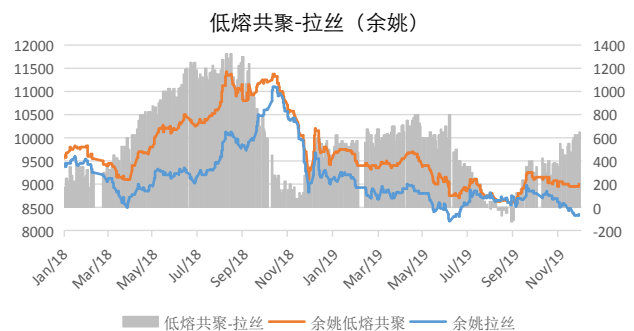
1、低熔-拉丝价差：两者走势向背，价差月内明显走扩

图 29. PP 主要品种排产比例（单位：%）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 30. 低熔共聚-拉丝价差（单位：元/吨）



资料来源：卓创+个人统计 新纪元期货研究

11 月初，低熔-拉丝价差尚在 300-400 元/吨左右，至月末，已达 650 元/吨。拉丝一路阴跌，共聚则较坚挺，价差明显拉开。价差变化的原因在于，

1) 11.12-11.27，中天合创 PP 气相法装置故障，由低熔共聚转为暂时生产拉丝粉料，且有所降负。故此期间，共聚排产比例明显回落，造成短期供应偏紧，共聚料价格较为坚挺。另外，四季度，共聚类需求有一定支撑作用。

2) 中安联合、久泰两套装置于 11 月趋于稳定，宝丰二期也开工正常，即新投产装置拉丝供应开始正常化。同时，上旬宁波富德短停复产、中旬 11.14 宁波福基复产先产拉丝而后再转纤维等等，拉丝供应又回归不少，排除比例明显回升。另外，四季度，拉丝类需求端多受环保干扰，较为疲软。

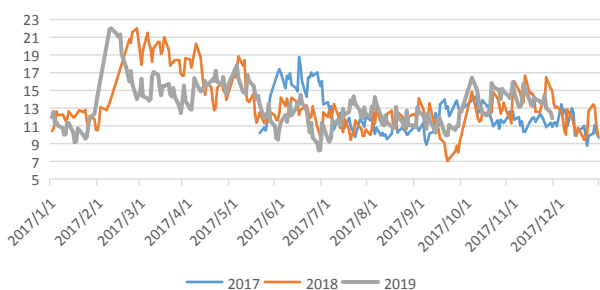
目前，共聚料溢价较高，或吸引部分厂家转产，后期有待观察，尤其是从开车至今一直产拉丝的几套新装置。其中，开了二期的宝丰和复产的大唐多伦，一直保持一条线产拉丝一条线产低熔共聚，也需要关注。

截止本周，PP 石化库存 36.03 万吨，其中拉丝 11.85 万吨，共聚 6.84 万吨。拉丝虽较共聚有一定库存压力，但累库并不明显也并不持续，后期需结合低熔-拉丝价差，关注标品库存压力。

图 31. PP 拉丝石化库存（单位：万吨）

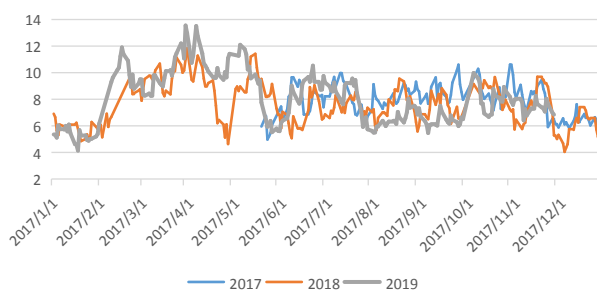
图 32. PP 共聚石化库存（单位：万吨）

PP 拉丝石化库存



资料来源: WIND 新纪元期货研究

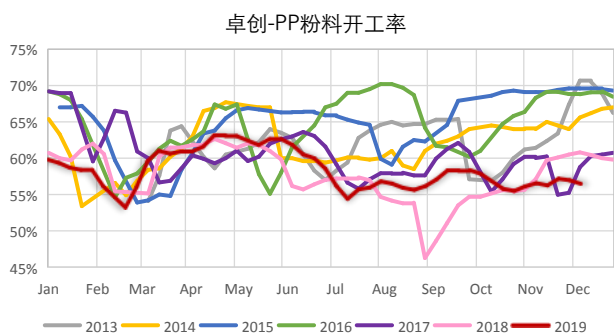
PP 共聚石化库存



资料来源: WIND 新纪元期货研究

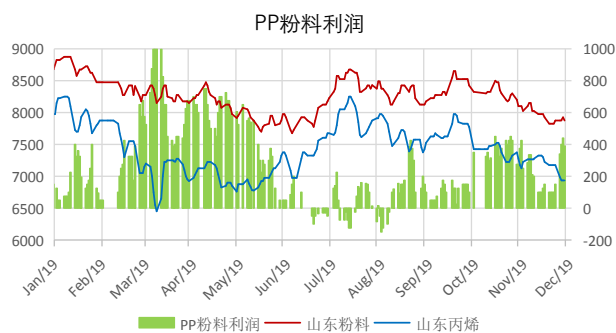
2、粉粒料与丙烯的三角关系：丙烯的崩盘，让出了粉料利润，但也是成本端支撑的失效

图 33. PP 粉料开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 34. PP 粉料利润 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

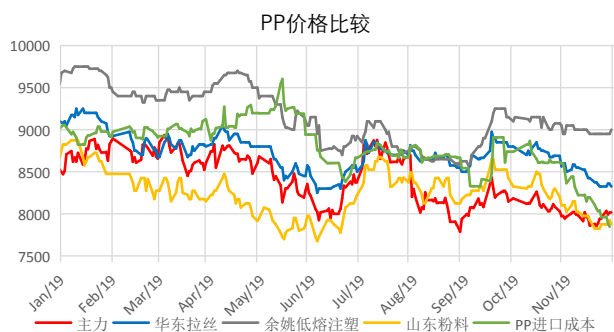
11 月上旬，丙烯价格较为坚挺，在 7100-7200 元/吨左右；然自下旬起，丙烯一路走跌，第四周破 7000 元/吨。因此，在给出了粉料利润的同时，粒料的成本端支撑也下移了。

截至月末，粉料为 56.51%，月内波动不大；山东粉料 7875 元/吨，月内跌幅超过 200yuan/吨，跟跌粒料；丙烯 6950 元/吨，粉料利润 375 元/吨。

3、价格结构：基差走弱明显，价格重心下移

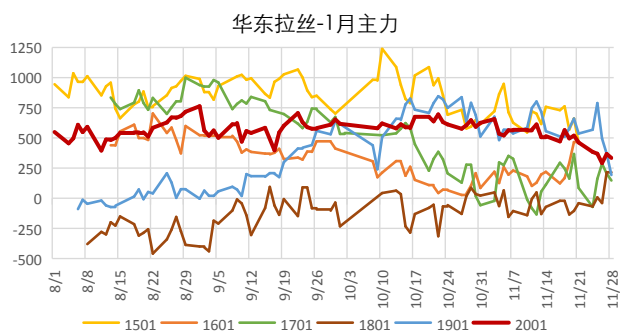
上方边际为低熔共聚，下方边际为粉料。华东拉丝价格阴跌，粉料价格则已在 01 合约下方了。11 月盘面走跌基于 PP 新产能压力兑现，现货价格重心、价格结构下限均在不断下移，且基差自月初+500 大幅收窄至 +250 左右。目前，丙烯已退一步+新投产释放/后续投产预期的情况下，即便 PP 仍是正基差，也是易跌难涨。

图 35. PP 价格结构 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

图 36. PP01 基差 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创 新纪元期货研究

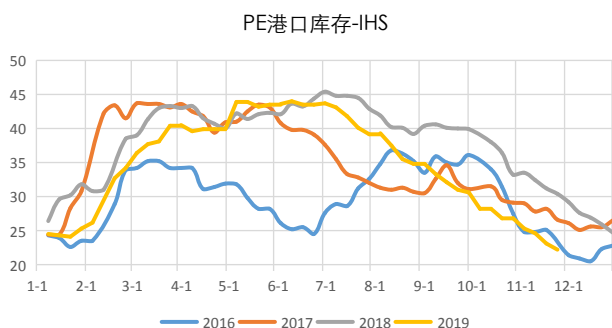
五、PE 评估：弱势抗跌

1、抗跌的理由之一：低库存+低估值，不宜过度看空

PE 港口库存仍在持续下降，目前在 22.2 万吨左右，去库自年中开始并持续至今，低于历年区间。同时，PE 石化库存中，HD\LL 库存均处于年内低位。截止本周四，PE 石化库存 26.97 万吨，其中 LL 为 10.01 万吨，HD 为 10.87 万吨，皆小幅下降。

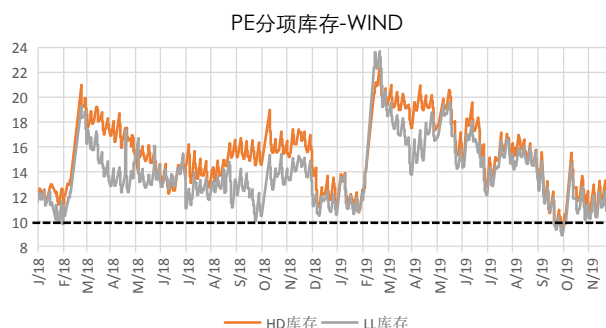
港口库存去化+标品/非标品厂家库存偏低，PE 压力远小于 PP，且此状态持续时间超出想象，因此 PE 较 PP 抗跌。因此，11 月内，L01 合约于一直处于 7000-7250 元/吨区间震荡，资金不敢试探 7000 点关口，月中最低 7010 元/吨，而当时国内线性低价已触及 7100 元/吨，故而止跌。

图 37. PE 港口库存（单位：万吨）



资料来源：隆众 新纪元期货研究

图 38. HD/LL 石化分项库（单位：万吨）



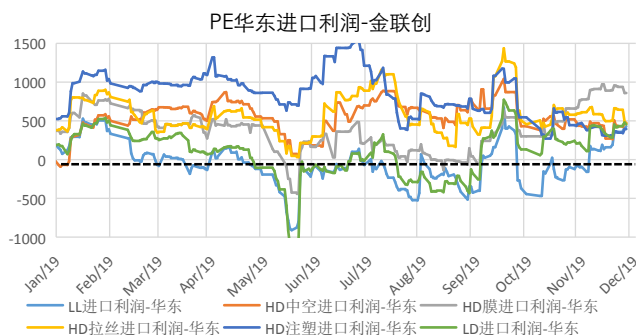
资料来源：WIND 新纪元期货研究

2、抗跌的理由之二：外盘挤压内盘情况依旧存在，但进口高基数常态已被盘面消化

10 月，PE 进口 133.58 万吨（-0.33%，+13.01%），累计进口 1368 万吨（+17.12%）。其中，LD 进口 26.8 万吨，HD 进口 64.3 万吨，LL 进口 42.48 万吨，皆与 9 月进口量相近。

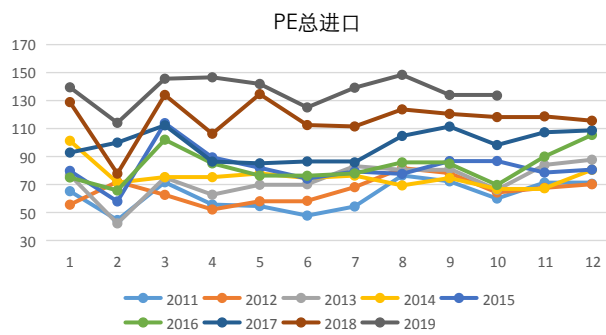
11 月内，美金报价趋于弱势，至月末，部分低价 LL 及 HD 膜已跌破 800 美元/吨关口。然而，PE 内外盘依旧顺挂为主，各品种进口利润小幅走扩，尤其是 HD 相关品种。进口挤压国内情况依旧存在，11-12 月进口量预计仍保持高位。

图 39. PE 各品种进口利润（单位：元/吨）



资料来源：金联创+个人统计 新纪元期货研究

图 40. PE 进口量（单位：万吨）



资料来源：海关 新纪元期货研究

四季度以来，国内市场一直担心俄罗斯西布尔、马油装置新投产增量的冲击，但实际上俄罗斯的月进口量基数一直偏低，马来月进口确实较高且有小增，但马油 40 万吨 HD 投产方面有所推迟（装置调试中）。主要还

是侧重于国外低价货源的价格冲击，01 盘面近期已经消化了进口数量上的冲击，后续外盘新投产增量得结合实际投产情况来看待对明年进口量的影响。但临近年底，进口量翘尾可能性较高，仍需警惕利空压制 05 合约。

3、PE 转产跟踪：

3.1) HD 方面的压力

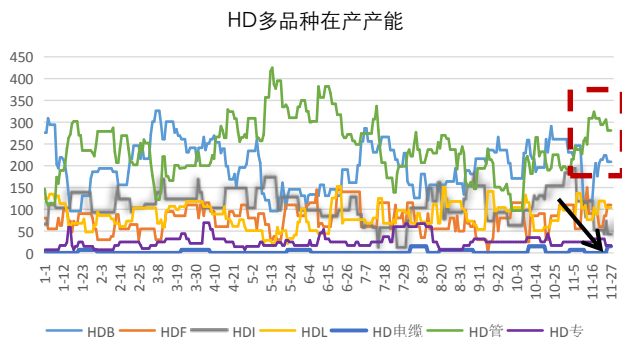
据个人统计，HD 注塑一般只有抚顺石化、福建联合、宝丰一期在产。但 10-11 月发生了一定的变化：1) 福建联合全密度一线 45 万吨于国庆内至 11 月上旬从线性切换至 HD 注塑；2) 宝丰二期 30 万吨于国庆后投产，开车就生产 6081HD 注塑至今未变；3) 独山子小装置也在 10-11 月内陆续转产过低压注塑。

国庆前，我们就预期若宝丰二期投产顺利，HD 注塑短期内供应增加且考虑到新装置投产初期的低价销售策略，认为 HD 注塑后期会拖累 HD 整体价格重心。目前，从华北 HD 注塑-LL 价差于 11 月内跌至平水、偶有贴水来看，是符合预期的。

至 11 月末，因 HD 注塑-LL 价差急剧收窄，能切其他品种的都已经切换了，如宝丰一期、福建联合均已切换为线性，独山子小装置切换为 HD 中空，抚顺石化部分切换为 HD 拉丝。

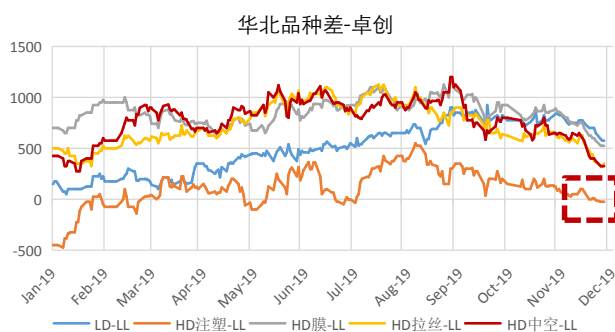
除了 HD 注塑方面的问题以外，HD 中空和 HD 管的供应有所增加。

图 41. HD 日产折算 (单位: 元/吨)



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 42. PE 生产比例 PE 华北品种差 (单位: 元/吨)

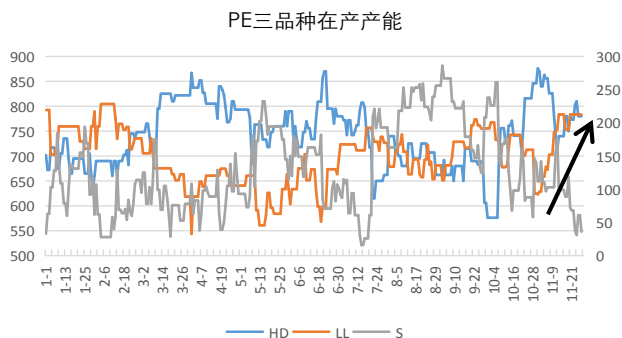


资料来源：海关 新纪元期货研究

3.2) LL 方面的压力

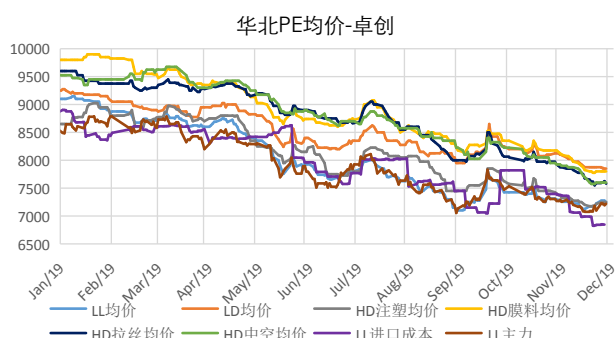
由于一些转产（比如宝丰一期等）、复产的原因，LL 供应压力回升。另外，新投装置在 11 月运行较为稳定，久泰、中安自开车以来一直生产线性 7042，这一块供应量终于稳定释放。目前，LL 的库存压力较低，价格虽弱，但仍处于抗跌状态，而后期标品恐承压。

图 43. PE 生产比例 (单位: %)



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 44. PE 华北价格结构 (单位: 元/吨)



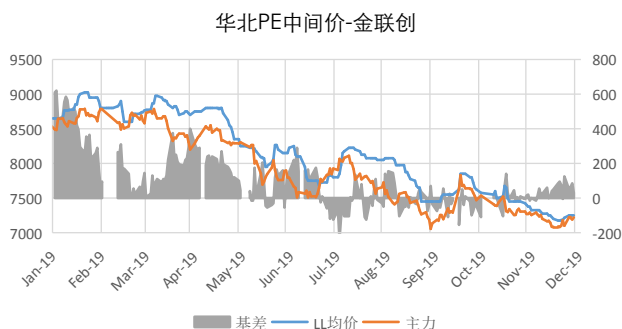
资料来源：海关 新纪元期货研究

4、价格结构：期货反弹补贴水现象发生，但结构最终还得看 05 合约

PE 本是负基差，但月内因期现跌势差异，下旬出现在正基差，导致盘面不宜过度追空。但基本面并无较大变化，基差未能持续走强，月末因 01 合约减仓换月反弹而回落到+30 左右。

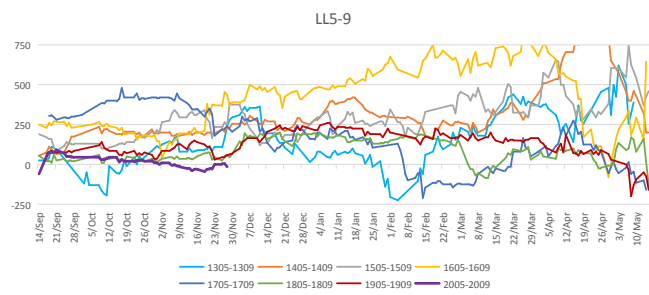
月差方面，1-5 价差近期一直维持较弱的 back 结构，于+50 上下波动，与长时间的负基差相背。临近换月，5-9 价差在平水附近徘徊。因为，在利空长期主导下，PE 的基差、月差结构尚未统一，而 05 合约对应投产预期+仓单出清，先天和后天都偏空，是否能在 05 合约上形成 Contango 结构，有待观察。

图 45. PE 基差（单位：元/吨）



资料来源：卓创 新纪元期货研究

图 46. L5-9 价差（单位：元/吨）



资料来源：海关 新纪元期货研究

第四部分 后市展望

目前，整个烯烃链仍在走换月逻辑，01 减仓反弹，05 增仓小幅跟涨，基本面尚未有实质性改善。自 12 月起至年末，以 05 合约为主：

宏观方面，中美贸易谈判后续待观望，仍会不定期对整个市场造成影响。

甲醇方面，1) 依旧是利空主导，虽不至于像 01 合约那样被空头打得毫无还手之力，但 11 月下旬到 12 月的进口压力令人担忧。2) 05 合约会有一个弱势震荡期来延续 01 合约的筑底，05 空配相对确定，但空头何时发作，时间难料。3) 投产预期虽有，但按照甲醇低价的情况来看，后续投产可能推迟。4) 11 月仓单已出清，给盘面造成了一定的压力，后期 01 合约收尾时也可能有仓单交割行情。

聚烯烃方面，1) 聚烯烃投产压力从累积到爆发，11 月起，这个过程更为明显，中长期供应压力将落在 05 合约上面，空配属性。2) PP 是由强转弱，PE 则是长期弱势，05 合约上 P-L 价差会体现出逢高缩小的特征。3) PP 资金青睐度较 PE 更高，波动依旧大于 PE，PE 换月后依旧会处于抗跌状态，短期 PE 不轻易下破，但不具备大幅上涨的动能。4) 01 合约后期是走交割逻辑，尤其是 PP 上看期货贴水如何修复；而 05 合约上是投产预期（恒力二期+浙石化一期为主；PE 则还有海外投产预期）+春节累库传统行情+3 月仓单注销。5) 中长期，均存在投产预期、进口增量方面的供应端问题。6) 甲醇、丙烯等限制了聚烯烃的高度。

烯烃链合起来看，短期虽有换月反弹支撑，但中长期偏空，均存在投产预期、进口增量方面的供应端问题。短期内，甲醇 01 合约仍对投机短空资金有一定吸引力，而聚烯烃上 05 合约利空较 01 合约更为明确，故聚烯烃，空头换月更为主动，换月速度快于甲醇。中长期，甲醇、丙烯等限制了聚烯烃的高度。

策略推荐:

1、甲醇：短期内，01 合约换月较慢，投机短空资金仍在；05 合约空配为主，但短期内存在鲁西化工 MT0 变数，暂观望。

2、聚烯烃：1) 单边，投产预期+春节累库先发生，05 合约逢高短空。春检时间略晚，春检行情做多预期时间偏晚，可能在 05 末期或 09 初期。2) 跨品种，PP 有强转弱，而 PE 相对抗跌，考虑布局 05P-L 价差缩小。

风险提示：中美贸易谈判后续影响、化工品联动性影响、年末突发事件。

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达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#