

内容摘要

品种	观点	逻辑
甲醇	2月份甲醇基本面利好因素预计不多,不过鉴于此前市场较一致的悲观预期,其价格大幅回调的风险并不高,且2月海外装置检修也相对较多,预计震荡盘整可能性比较高。	目前甲醇港口库存及西北厂库均远高于往年同期水平,下游需求也难有大幅提升,市场对价格预期因此一直较为悲观,节后基本面变化不达预期导致回调的风险稍小。但节后恒力新装置和气头产能有开工或复产预期,其价格上行动力仍旧不足。
LLDPE	2月份下游农膜厂商开工恢复尚待时日,且价格中已注入较多乐观预期,油价提供成本端支撑一旦减少,可能会有一定的价格回调风险。	此前LLDPE的价格走势较好,不仅得益于油价反弹,也和地膜国标厚度增加、PE船货到港不顺导致的乐观预期有关。但节后农膜开工率较难迅速恢复,春节期间油价仍在盘整,利好出尽的情况下,利空因素出现一定累积。
PP	2月份下游需求快速恢复可能性不大,春节期间生产商库存也有累积,鉴于春节期间油价没有明显上涨,利空因素开始显现并带来价格回调风险。	节前PP主要下游中,除BOPP以外开工率都迅速下滑至10%左右,要恢复到较高水平仍需一段时间,且美国天然气价格持续走低,丙烷价格下行的情况下,对国内PDH的气头PP也难以提供成本端支撑。
PVC	2月份电石及VCM成本端支撑仍在,即使出现一定回调,幅度也可能相对PP及LLDPE更小,大概率仍以企稳盘整为主。	春节期间生产商有一定库存累积,社会库存也有较明显反弹迹象,基本面提供的利好有限;但鉴于此前价格受油价提振程度较弱,节后需求向好预期不强,显著回调的可能性也不大。

一、市场行情回顾

1、期货价格回顾

1 月份虽然是产业链主要产品的淡季，且节前备货需求整体偏弱，但鉴于油价回暖复苏趋势强劲，甲醇及塑料产品价格均受到明显提振作用。受当月 Brent 及 WTI 油价双双提升约 7 美元/桶影响，甲醇期价月度涨幅约为 5.48%，PP/LLDPE/PVC 期价月度涨幅分别为 3.00%、1.91% 和 1.40%。整体来看，塑料产品中 PP 价格波动对油价变化最为敏感。此外，1 月份甲醇期货成交量约为同期 PP/LLDPE/PVC 期货成交量合计的两倍，且三种塑料产品中，PP 成交量远高于其它两种。

表 1.1 1 月期货市场回顾

品种	月初开盘价	月末收盘价	月内最高价	月内最低价	月内涨跌幅	月成交量合计
甲醇主力合约	2,390	2,521	2,585	2,383	131	44,332,814
聚乙烯主力合约	8,620	8,785	8,830	8,450	165	5,636,588
聚丙烯主力合约	8,605	8,863	8,986	8,460	258	11,521,094
聚氯乙烯主力合约	6,450	6,540	6,630	6,300	90	4,565,040

数据来源：Wind，中银国际期货整理

2、价格价差分析

1 月份受油价上行趋势较强支撑，甲醇期货价格仍整体保持上行趋势。但由于春节假期临近，甲醇下游需求趋弱，叠加港口及西北厂库处于高位，现货价格上涨动力不足。在这种情况下，月末期现价格走势再度出现一定背离，以华东现货价计算，基差整体仍旧在 -50 元/吨上下波动，并大体处于其历史底部区间。不过鉴于节后一段时间内，甲醇供需关系仍旧较弱的预期，对现货价格支撑不足，叠加期现相关度并未显著下滑，目前还不能看到较明显做多基差的信号。

从全球的角度来看，由于伊朗 Marjan 装置重启失败，从供给端给予进口货源价格一定支撑；但受春节假期影响，国内甲醇需求明显下滑，而开工率却又处于较高水平，供需关系则相对较为弱势。因此，不难发现 1 月份甲醇内外盘价差有所缩窄，其进口利润也出现较明显下行趋势。从区域现货价格变化来看，1 月份华东-华南价差呈现明显上行趋势。除华东装置检修较华南更多，从供给端对华东现货价格产生一定支撑以外；月内有较多的华东船货转港华南卸货，又从供给端对华南甲醇价格产生一定利空。此外，受鲁西化工新建 80 万吨/年甲醇装置产品开始销售影响，山东甲醇现货价格受到一定利空，因此 1 月下旬华东-山东现货价差也有小涨。

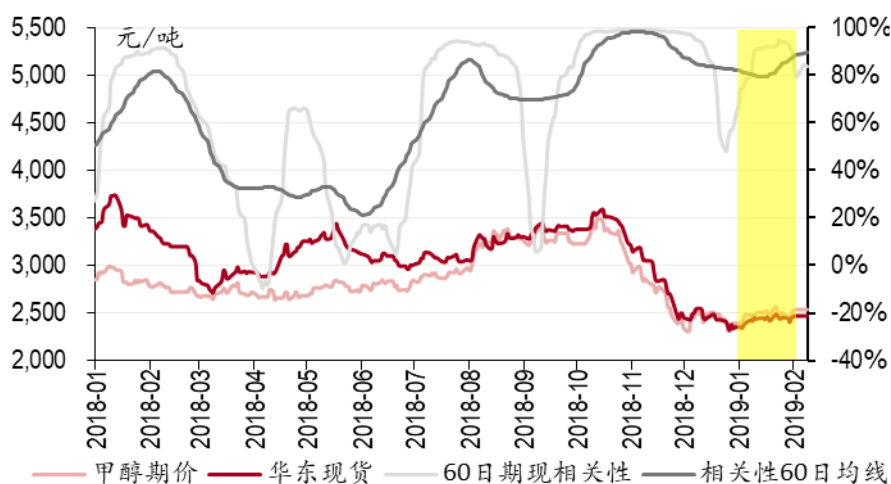
甲醇的传统需求高峰一般在三季度。历史数据显示，MA05-MA09 价差波动相对较小，且多数整体呈现下滑走势，这与其季节性需求差异是有所关联的，不过 1 月份 MA05-MA09 走势方向性并不明显。鉴于 2019 年甲醇产能投放预计主要集中在三季度，而 3-5 月虽然需求较弱，却也是其传统检修旺季，有可能会呈现淡季不淡旺季不旺的情形，所以对近远月价差的走势仍需依据供需基本面的具体变化判断。

近年来，PP-3MA 价差主要在 0-1500 元/吨之间徘徊。1 月份 PP-3MA 价差基本稳定在 1200 元/吨左右，处于近年来的较高水平，与 PP 受油价上行提振作用较强，且节前需求也有一定支撑有关。当油价大幅波动时，由于产业链上下游利润分配格局变化明显，PP-3MA 往往也有较大变化。

鉴于目前油价处于中位区间且进入震荡态势，且利润格局已从极端状态走出，预计 PP-3MA 大幅变化的可能较低。国内 LLDPE 与油价走势相关度较 PP 略高，且节后地膜需求有逐渐提升的预期，利好 LLDPE 供需关系改善；随油价持续回暖复苏提振，1 月份 L-PP 价差也整体出现抬升。就 LLDPE 自身而言，由于北美天然气价格高位回落及油价的稳中有升，1 月份国内炼厂产品和进口气头产品的价差也在不断扩大，进口利润一度接近 1000 元/吨，整体处于近年来的最高水平。

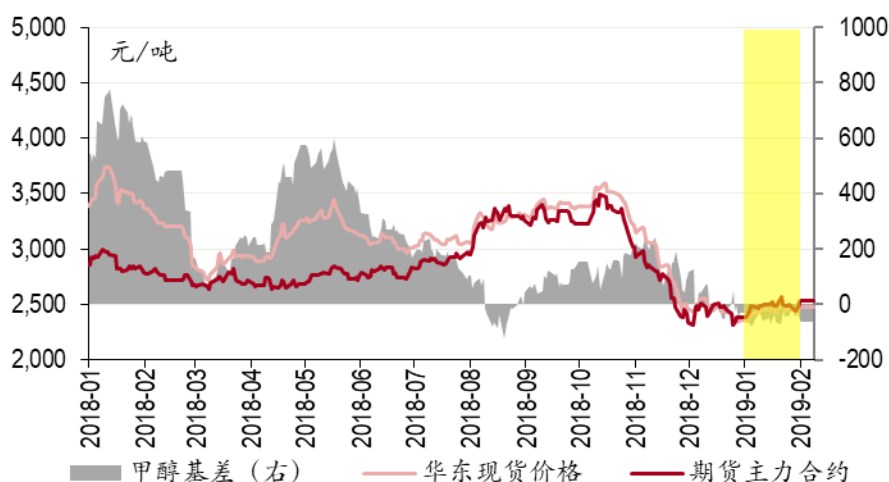
3. 图表跟踪

图 1：甲醇期现相关性



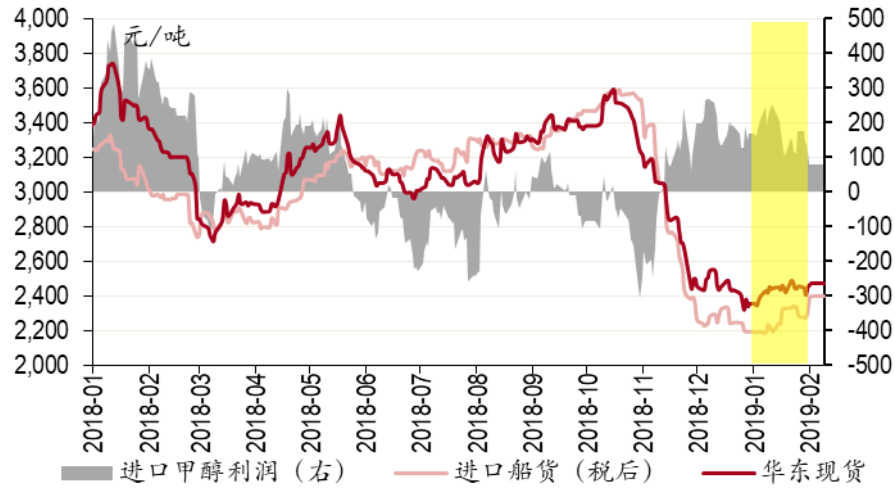
资料来源：Wind，中银国际期货

图 2：甲醇基差走势



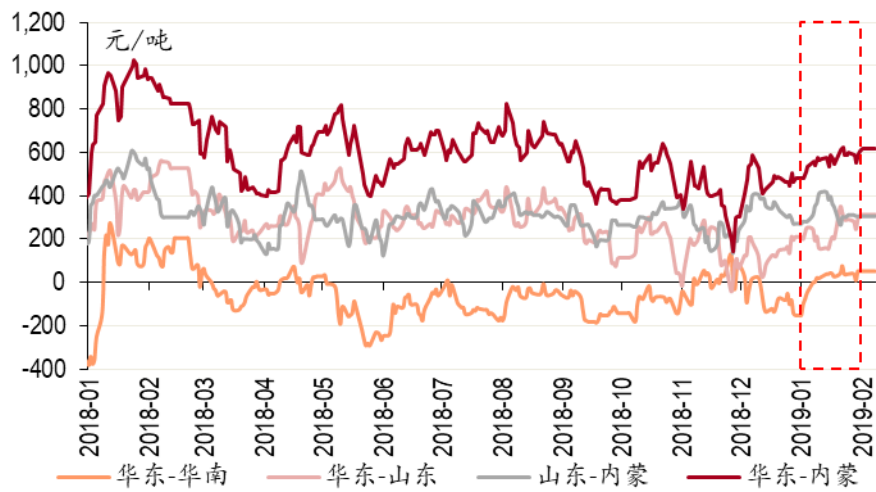
资料来源：Wind，中银国际期货

图 3: 甲醇内外盘价差



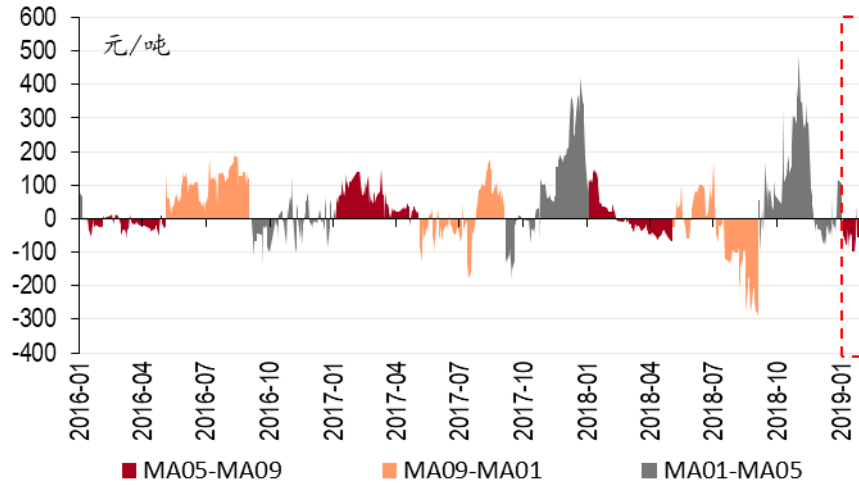
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 4: 甲醇区域间价差



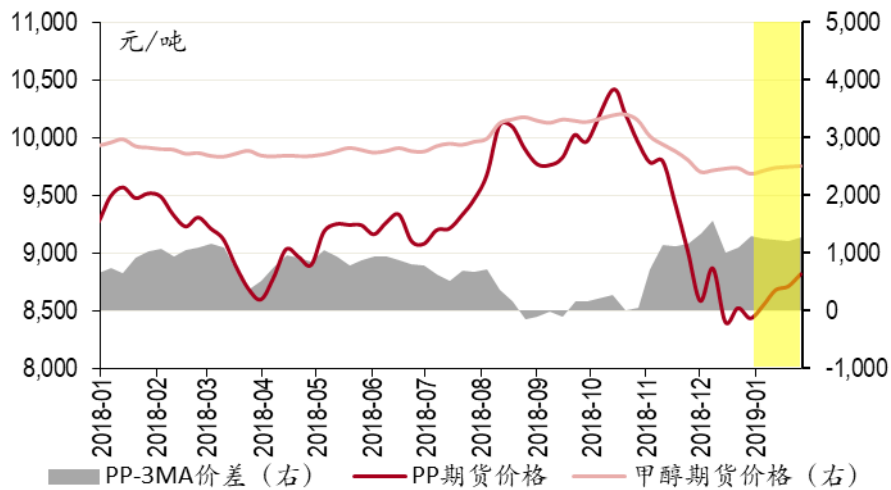
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 5: 甲醇近远月价差



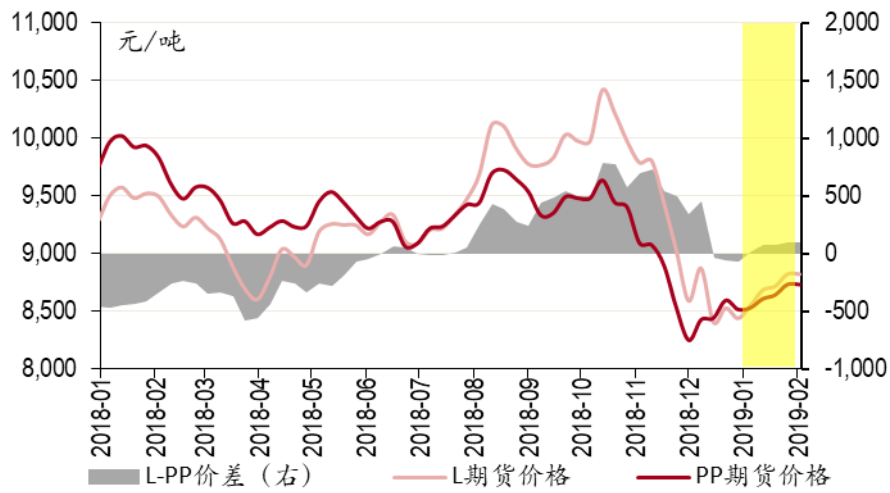
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 6: 甲醇及 PP 上下游价差



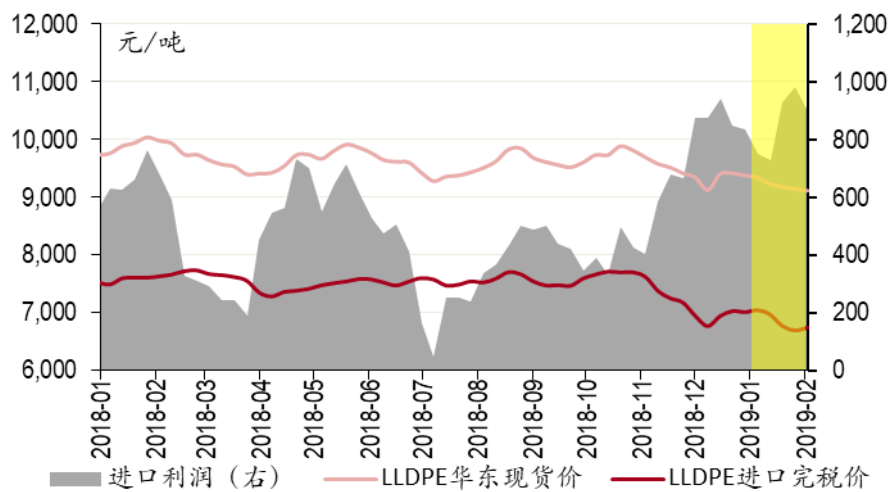
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 7: L 及 PP 产品间价差



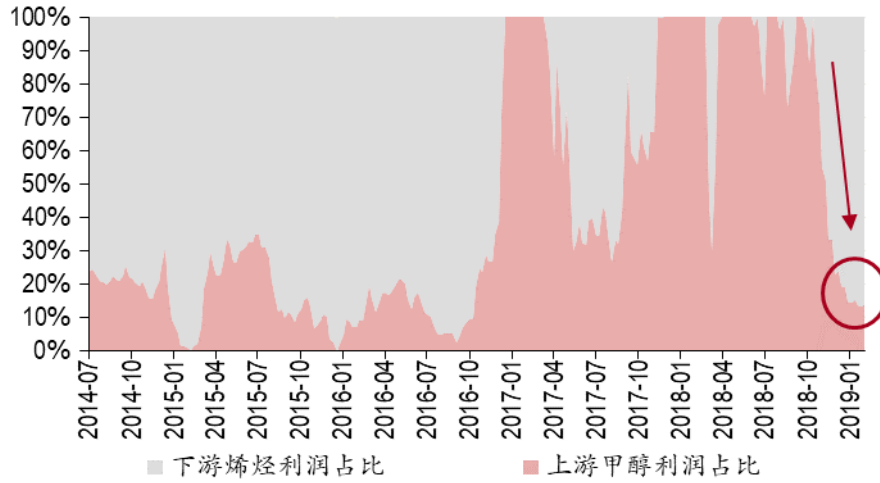
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 8: LLDPE 内外盘价差



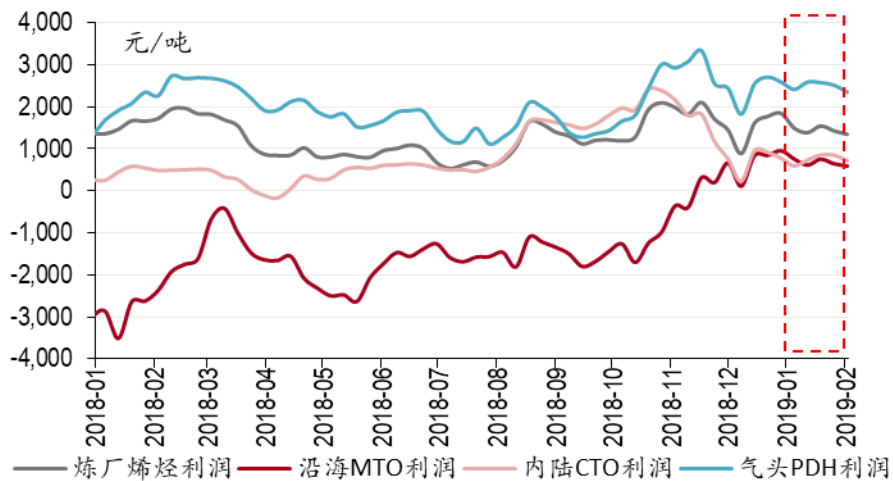
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 9：煤制烯烃产业链利润分布



资料来源：Wind，中银国际期货

图 10：各 PP 生产工艺利润变化



资料来源：Wind，中银国际期货

二、产业链基本面变化

甲醇供需情况

从供给端来看，由于冬季“气荒”情形较上年同期有所改善，川渝地区部分气头项目复工略有提前，叠加国内煤制项目多运行平稳且检修有限；1月份甲醇开工率平均在71%左右，且节前仍保持小幅上升势头，远超往年同期60%前后的开工水平，环比12月也有较明显提升。从进口船货来看，受美国对伊朗制裁放松影响，及11月底部分封航船货推迟到港，12月我国甲醇进口量增至71.72万吨，环比大幅提升13.67万吨，同比增长超过20万吨。此外从船期数据来看，之后进口船货到港仍有望继续增加，预计1月份基本可以达到85万吨以上，达到2016年下半年以来的最高水平。由此可见，节前国内甲醇供给基本上是在处在一个非常宽松的状态。

从需求端来看，1月份甲醇下游开工情况整体良好，其中煤制烯烃开工率维持在68%左右，较12月提升6pct。但受春节假期影响，部分传统下游如甲醛及二甲醚开工率均有一定下滑。此外，虽然12月我国甲醇出口量也维持高位并在4.9万吨左右，但仍远低于进口量绝对值；由于东南亚地区甲醇需求明显下滑，预计1月出口量将大幅下滑至1.5万吨左右。虽然下游需求较为坚挺，但期间甲醇供大于求的情况仍较明显，甲醇港口库存及西北厂库均远高于往年同期水平。整体而言，1月份甲醇的供需关系不容乐观，且至月底也没有好转迹象，并对其期货及现货价格上涨形成了一定阻碍。

从成本端来看，受陕西煤矿事故影响影响，月初煤价涨势较显著；但随春节临近，企业开工率和电厂煤耗都开始下滑，其价格也未能大幅提高。1月份动力煤期货价格提升约4%，给予甲醇价格少许支撑。此外，今冬天然气整体较充足，1月国内LNG均价为5170元/吨，虽然环比12月提升5.53%，但远低于2018年12月7209元/吨的平均水平，气头甲醇的生产未受到严重限制，天然气给予的成本支撑也较为弱势。

LLDPE供需情况

从供给端来看，国际及国内PE装置停车检修偏少，供给仍旧整体较为充足；停车产能也以HDPE为主，对LLDPE产量影响不大，仅中煤榆林和福建炼化有短停出现。12月我国LLDPE进口量在39万吨左右，同比上年提升约10万吨。此外，12月国内PE产量为145.75万吨，较去年同期提升约5%。此外，受节前亚洲需求削减影响，1月份进口LLDPE价格也小幅下滑到1000元/吨附近。

从需求端来看，1月我国农膜开工率在28%左右，环比大幅下滑24pct，其中华南地区需求较华北稍好。春节前后是农膜的传统淡季之一，此时四季度的棚膜旺季已过，而3月前后较短的地膜旺季还未开启，节前下游厂家均不断进入放假状态。整体来看，1月份LLDPE供需关系不佳，华北农膜均价也跌至10500元/吨的较低水平，基本面因素对L期货的价格支撑略显不足。

从成本端来看，受基本面及情绪面多重利好影响，1月份国际油价有力反弹，Brent及WTI油价双双提升7美元/桶左右，涨幅也在15%前后。由于国内LLDPE大多由国营炼厂生产，目前暂无气头产能；近4年来LLDPE价格走势与油价的相关性高达88.73%，所以油价的提升也给予LLDPE强劲的成本支撑，并助力L期货价格自11月底以来一直保持较好的上行势头，也是1月L期货价格提升的主要原因。

PP供需情况

从供给端来看，12月国内PP粒料总产量为162.36万吨，同比去年减少5.92万吨；同期进口PP42万吨，同比去年提升1万吨左右。整体来说，PP供给保持稳定，预计1月的变化也不大。此外，由于国内大量上马PDH装置，PP进口依赖度较低，1月丙烯CFR价格也仅上涨0.96%，对

国内期货及现货市场影响有限。

从需求端来看，随着春节临近，PP 终端买家购货意向不足，开工率也大幅下滑。1 月下旬，PP 下游塑编及共聚注塑开工率均显著下滑至 10%左右，环比 12 月减少大约 50pct，下游厂商节前大量进入停工或降幅状态，不过 BOPP 对应彩印包装行业，年底节假日密集仍有较强需求，其开工率无明显变化，仍然维持在 56%左右。

从成本端来看，由于 1 月上旬及中旬供需关系变化不显著，短期 PP 期价波动主要受油价影响。但由于油价上涨几乎是唯一的价格利好因素，所以在油价涨势受阻时，PP 价格也有较强回撤。此外，由于美国天然气价格持续下滑，丙烷价格支撑不足，也难以从成本端对 PDH 所产气头 PP 进行支撑，整体而言 1 月 PP 价格震荡幅度较宽。

PVC 供需情况

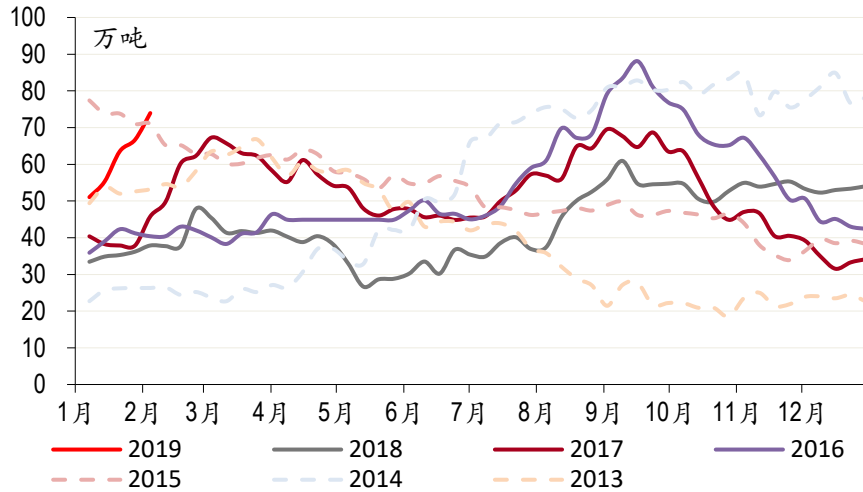
从供给端来看，1 月 PVC 的开工率处于近年来的较高水平，西北及内蒙等主产区开工正常，市场供应充足，仅成都华融 8 万吨/年装置于 1 月下旬停车检修，开工率也处于近一年以来的较高水平。据统计数据显示，12 月国内 PVC 产量为 164 万吨，同比小幅增加 1.86%，预计 1 月份产量也将处于相近水平。

从需求端来看，冬季是 PVC 的需求淡季，下游企业陆续开始停工放假，现货交易气氛较弱，买家购买意向不足；而 PVC 社会库存及石化库存整体偏低，卖家去库存需求不大，也不愿降价出货。这也导致期间 PVC 现货价格几乎无明显变化。不过由于节前 PVC 仍有一定供大于求的现象，1 月份其社会库存整体也有较明显的反弹趋势。

从成本端来看，Brent 油价对乙烯法 PVC 价格存在较为明显的提振效应。此外，由于 1 月份内蒙部分地区限电，叠加宁夏产能开工不足，煤炭价格有所上涨等影响，电石价格整体处于较高水平，对电石法 PVC 价格也有较强的支撑作用。

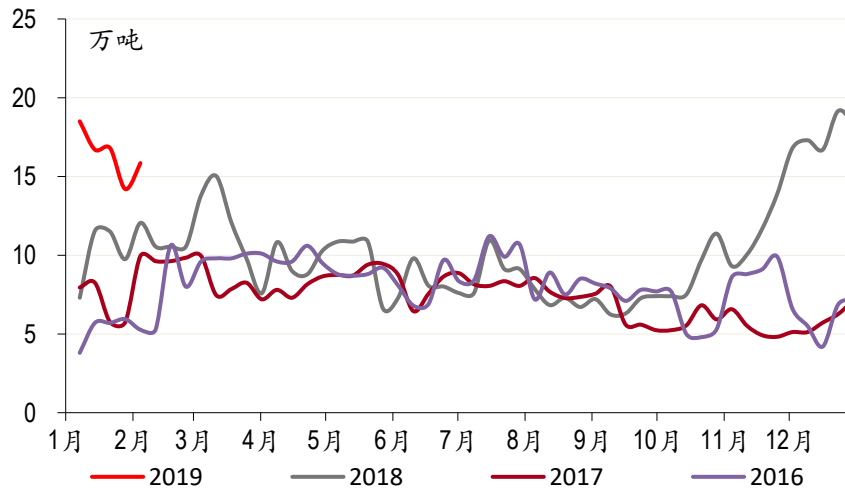
1. 图表跟踪

图 11: 甲醇港口库存变化 (华东+华南)



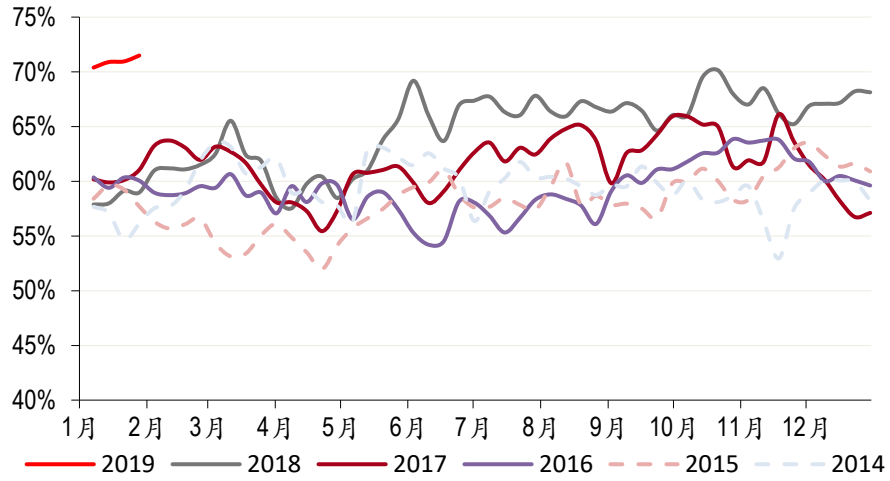
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 12: 甲醇西北厂库变化



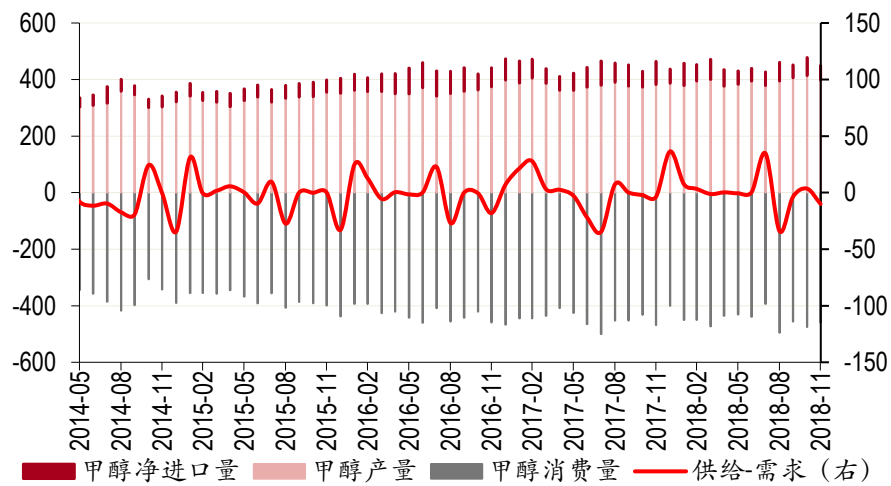
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 13: 甲醇开工率变化



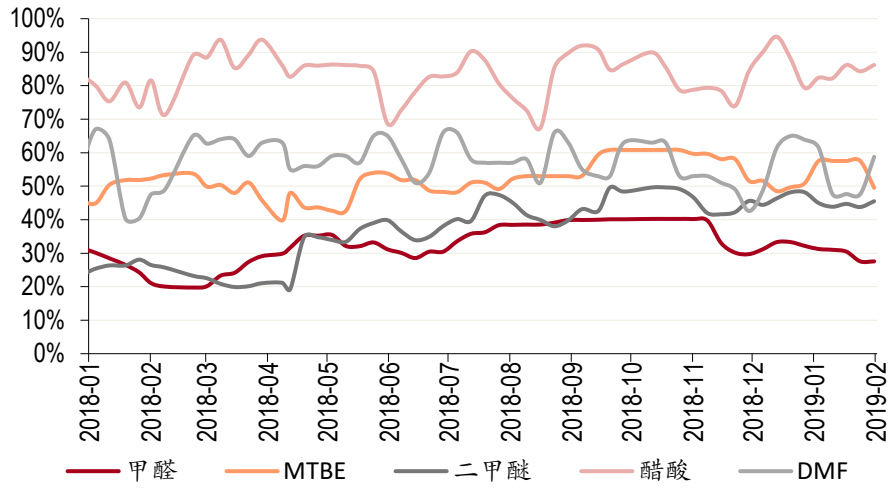
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 14: 甲醇供需平衡图



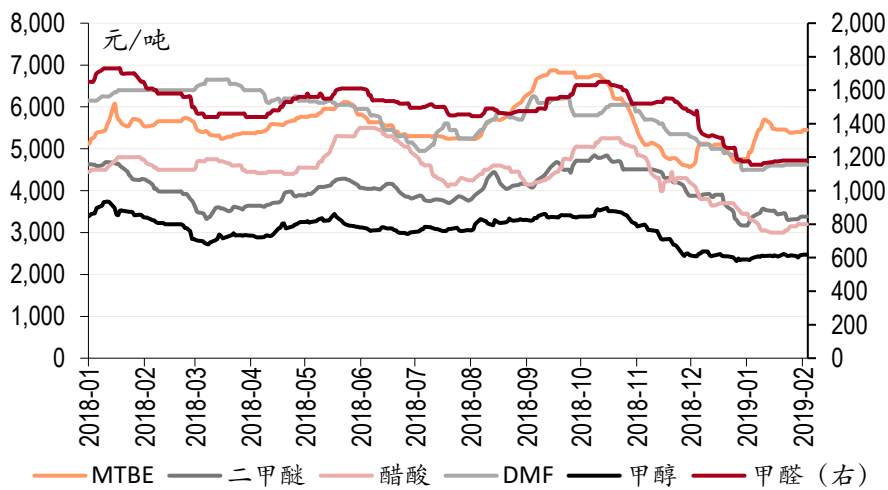
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 15: 甲醇其它下游产品开工率变化



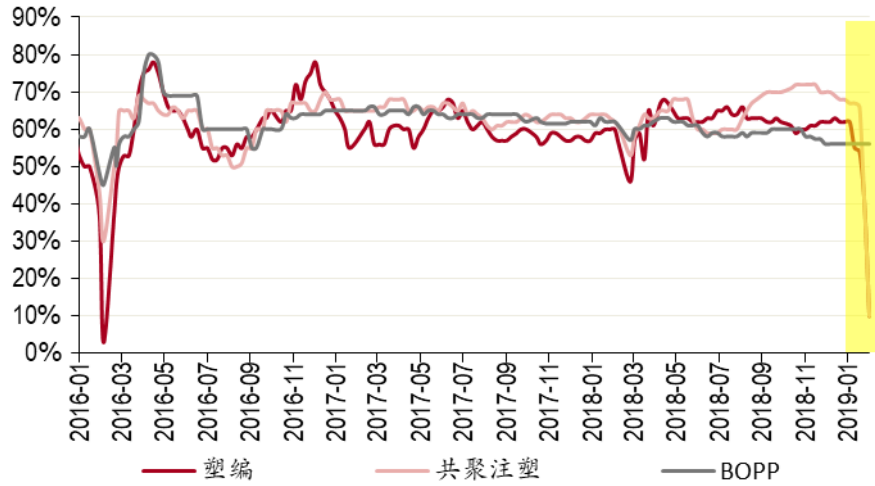
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 16: 甲醇其它下游产品价格变化



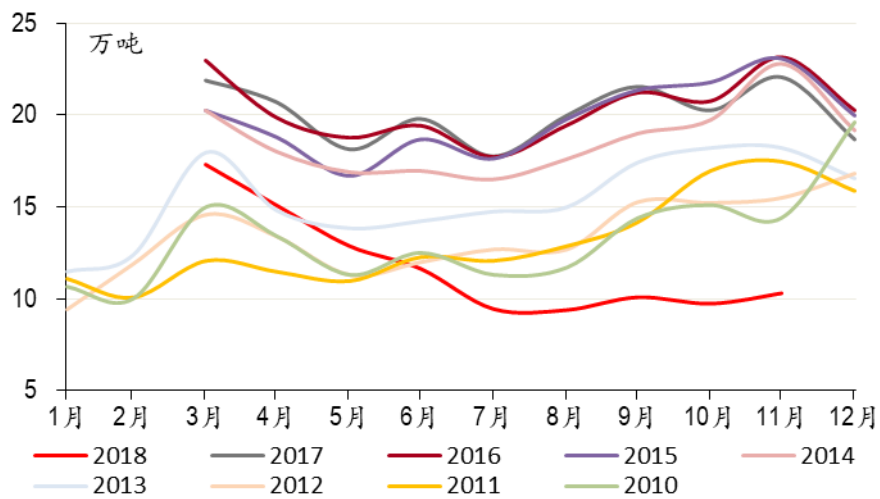
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 17: PP 下游开工率变化



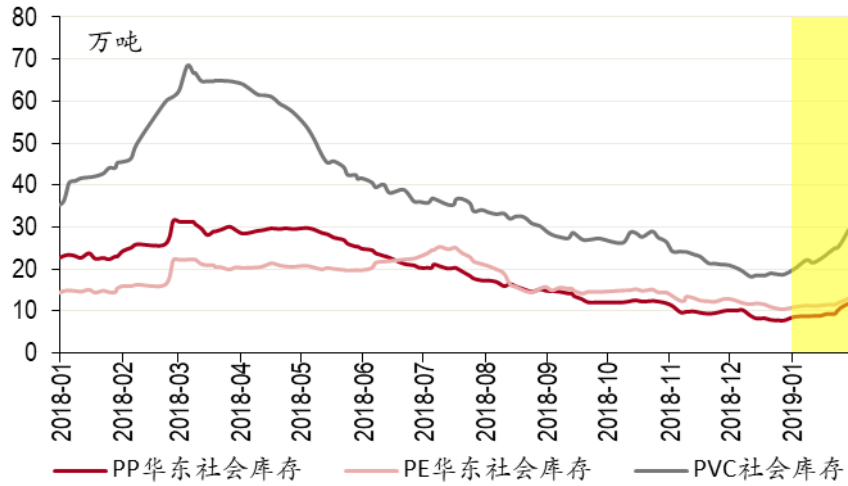
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 18: 农膜产量月度变化



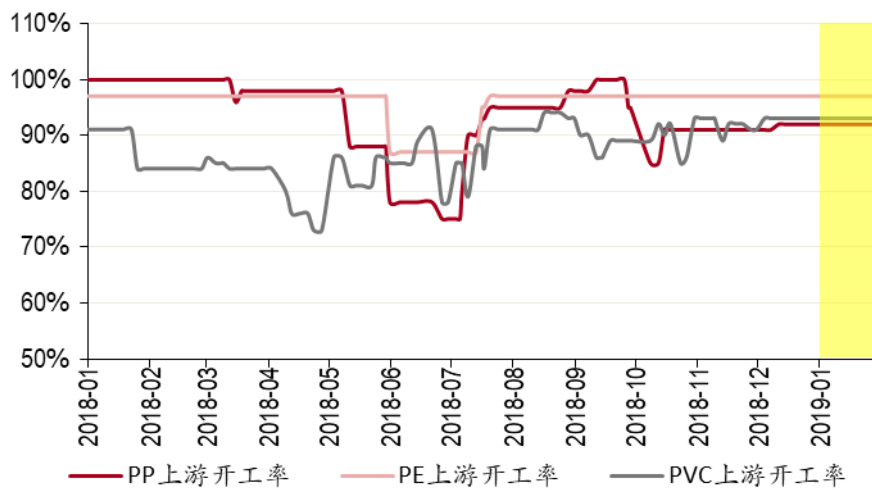
资料来源: Wind, 中银国际期货

图 19: PP/LLDPE/PVC 社会库存变化



资料来源: Wind, 中银国际期货

图 20: PP/LLDPE/PVC 开工率变化



资料来源: Wind, 中银国际期货

三、次月行情展望

1. 甲醇价格展望

1 月份甲醇期价受到油价的情绪面提振效应较为显著，但随着油价进入中位震荡行情，在没有黑天鹅事件的情况下，预计 2 月份难对甲醇价格提供大幅变化的动力，基本面因素的影响可能会重占上风。2 月上旬为春节假期，下游需求整体清淡，但节后有一定恢复预期，叠加伊朗 Marjan 装置重启失败，进口船货大概率将环比减少，或将缓解较为紧张的甲醇供需关系。此外，恒力新建甲醇装置或将在节后开工，剩余西南装置也有开工预期，或将从供给端给甲醇价格带来利空，需要对相关讯息保持关注。整体来说，由于甲醇港口库存和西北厂库均远高于往年同期水平，叠加下游需求难以在短期内快速提升，市场对春节后短期行情仍稍显悲观，价格上行动力仍显不足。到 2 月底 3 月初，鉴于下游复工、海外装置检修及进口船货数量下滑的预期，如果油价走势较好，届时甲醇价格将重新获得一定支撑。

2. PP/LLDPE/PVC 价格展望

整体来看，1 月份三种塑料产品的价格都随油价快速反弹而呈现上行趋势，成本端支撑也是价格提升的主要原因。其中，LLDPE 受油价成本端利好最多，四季度伊朗 PE 到港并不顺利，叠加石化库存处于低位，和地膜国标厚度增加提振需求的预期，其期货价格表现最为出色，技术面来看上行趋势较好。但 LLDPE 价格已经大幅反弹并存在一定看涨预期，节前农膜开工率降至低点且复工仍需时日，外加春节期间美国天然气价格持续下行利空进口船货价格，2 月期价上行动力不足，甚至或有一定价格回调风险。PP 的情况与 LLDPE 相似，虽然期价反弹走势较差，但节前下游厂家开工率降至近年最低水平，塑编及共聚注塑都在 10% 左右，但供给却无明显变化，生产商库存仍旧在累积。此外，根据往年情况，PP 节后短时间内需求端难以及时恢复，在油价处于震荡态势且进口丙烷价格下滑，成本端利好不足的情况下，2 月份 PP 期价同样存在一定下行风险。PVC 的情况与 LLDPE 和 PP 稍有不同，虽然也存在春节期间生产商库存累积的问题，但是乙烯法原料 VCM 国际价格上涨，且国内电石价格也受供给端利好影响持续上行，预计 2 月份的成本端支撑是好于 LLDPE 和 PP 的，即使出现回调，幅度也可能相对较小。

免责声明

本报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银国际期货有限责任公司”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银国际期货有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银国际期货有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话: 61088088
传真: 61088066
客服热线: 400 8208899

中银国际期货有限责任公司 上海世纪大道营业部

中国上海浦东
世纪大道 1589 号
长泰国际金融大厦 901 室
邮编 200122
电话:61088088
传真:61088066

相关关联机构:

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

中银国际证券有限公司

中国香港
花园道 1 号
中银大厦 20 楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513