

原油市场疲软，化工品或呈现季节性行情

投研部 谢祥华
电话：020-85586915

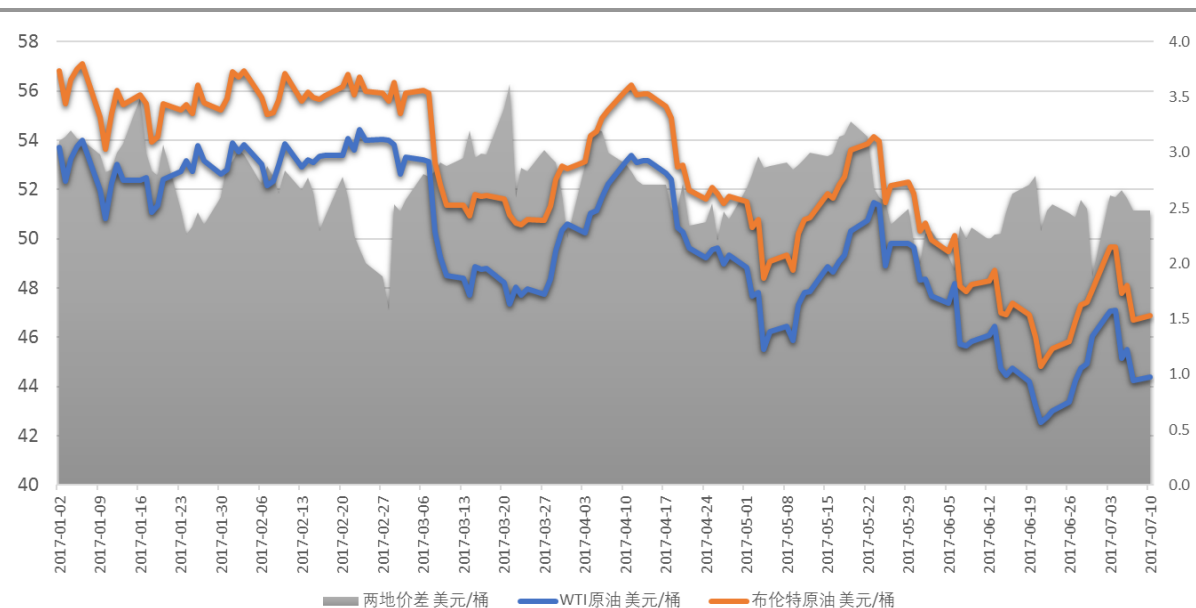
核心观点

- 全球供应过剩对原油市场构成主要压力，而欧佩克减产、三季度消费旺季、中国进口需求旺盛及美国原油库存季节性回落等因素构成潜在支撑，预计下半年国际原油价格将呈现二次探底后震荡回升走势，处于 40 美元/桶至 60 美元/桶区间波动，美国原油与布伦特原油价差处于 1-3 美元区间波动。
- 国内由于新增装置投产以及前期集中检修装置逐渐恢复，装置开工率整体上升；下半年塑料薄膜需求预计平稳上升，线性及聚乙烯供需整体平衡，PP 供应相对过剩，LL 和 PP 的价差有望继续扩大。另外，今年受环保严查的影响，回料的供应受到挤压，削弱了新料投产带来的影响，随着需求的企稳上升以及库存矛盾的缓和，走势在震荡的过程中价格重心有望逐渐抬升。

一、上半年行情回顾

2017 年的整个上半年，国际油价呈现高位震荡后下行的态势。新年伊始，OPEC 与非 OPEC 国家执行减产，减产份额 180 万桶/天，受此提振，油价在 1-2 月份持续高位震荡。随着减产执行情况的公布，减产执行率普遍高于市场预期，油价也在多头氛围笼罩下缩小振幅。正当市场一片向好之时，美原油库存迟迟不见下降迹象，反而连续数周增加，这直接成为了压倒骆驼的最后一根稻草，油价也开启了震荡下行的态势。美国、利比亚等国增产的脚步明显快于市场预期，供应端将减产 180 万桶/天的份额蚕食殆尽，油价接连下挫，一度下探近 42 美元/桶。

图 1：原油期货价格上半年走势图



数据来源：大连商品交易所、广金期货

年初以来，国内多数化工品呈现高位回落态势，LLDPE、PP 期价自高点的累计跌幅分别为 15.05% 和 17.57%。从去年 4 季度的快速上涨到今年上半年的加速下跌，价格趋势转换如此之快，这其中既有油价转跌带来的成本塌陷因素，也有价格扭曲引发的供需错配问题，尤其是以库存为载体的投机性需求的放大与收缩加剧了供需矛盾，终端实际需求的变动趋势将是我们关注的焦点。

图 2：LLDPE 期货价格上半年走势图



数据来源：大连商品交易所、广金期货

图 3: PP 期货价格上半年走势图



数据来源：大连商品交易所、广金期货

二、原油市场情况分析

(一) 供需矛盾依然较大

从 2017 年至今全球石油供需来看，供需两端均相对平稳，并未出现较大的波动。虽然减产执行高于市场预期，但供应端并未出现明显的下滑，相反，由于高油价的利益刺激，利比亚和美国原油增产较大，这令供应端在年初短暂下跌之后转而出出现了一定的增长。全球经济疲软，需求端上涨较缓和，而进入夏季用油高峰后，需求非但没有蓄力增长，而是出现了小幅回调。从供需两端来看，供需矛盾虽然有所改善，但压力依然较大。从 OECD 石油库存来看，总库存量在小幅上涨后趋于缓慢下降态势。石油库存依然低于五年均值水平，压力较大，并未如市场预期般因减产而大幅下滑。

图 4: 全球原油供需



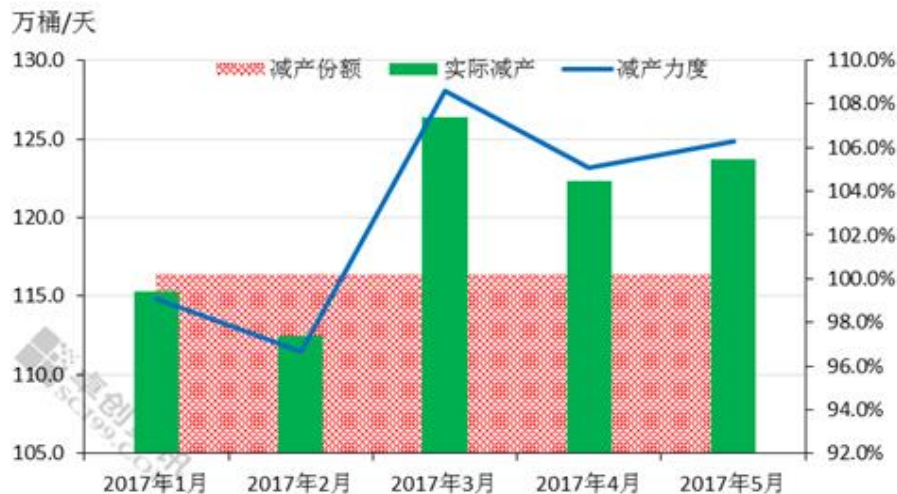
数据来源：卓创资讯、广金期货

(二) 减产执行高于市场预期

OPEC 减产已执行六个月时间，总体减产高于市场预期。从 11 个减产国执行情况来看，虽然在 1 月和 2 月没有完成减产份额，而且 2 月减产较 1 月出现了明显下滑，但 3 月、4 月和 5 月均超额完成减产份额，

减产执行率在 105% 上下，最高的 3 月达 109%。单纯看 11 个国家的减产情况，完成是高于市场预期的。

图 5: 全球原油供需

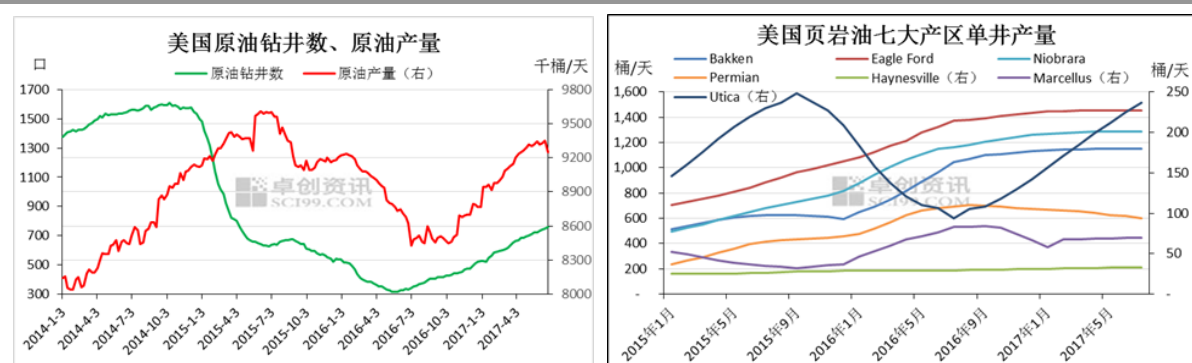


数据来源: 卓创资讯、广金期货

(三) 美国原油钻井数和原油产量大增

受减产提振的高油价利益驱使，美国原油钻井数一直在持续增加，与年初相比，累计增加逾 230 多座，涨幅达 44%，而与去年同期相比更是多达 428 座，是去年的 2.3 倍。疯狂增长的钻井数背后，极大的提高了原油产量。原油产量相较年初累计增加近 60 万桶/天，虽然上周由于暴风袭击，墨西哥湾和美国本土原油产量下降 10 万桶/天，但料将很快恢复，原油增产的势头并未改变。而且，现阶段钻井数持续增加，原油产量在未来 3 到 4 个月内将持续上涨，但涨势趋缓。总体来看，美国原油产量的增加极大的削弱了 OPEC 的减产努力，而且产量将持续到至少 10 月份左右。

图 6: 美国原油产量



数据来源: 卓创资讯、广金期货

随着美国活跃钻井数的持续增加，原油产量也相应的出现了上涨。不仅如此，原油产量的上涨势头明显快于活跃石油钻井数的上涨速度，其主要原因就在于单井产量的增加。美国页岩油七大产区的原油产量占据了总原油产量的近 60%，重要性和代表性不言而喻。从 15 年至今，美国页岩油单井效率出现了较大提升，虽然 2017 年以来增速放缓，但依然较 15 年初增加逾 120%。效率的提高，极大的提高了页岩油应对低油价的能力。

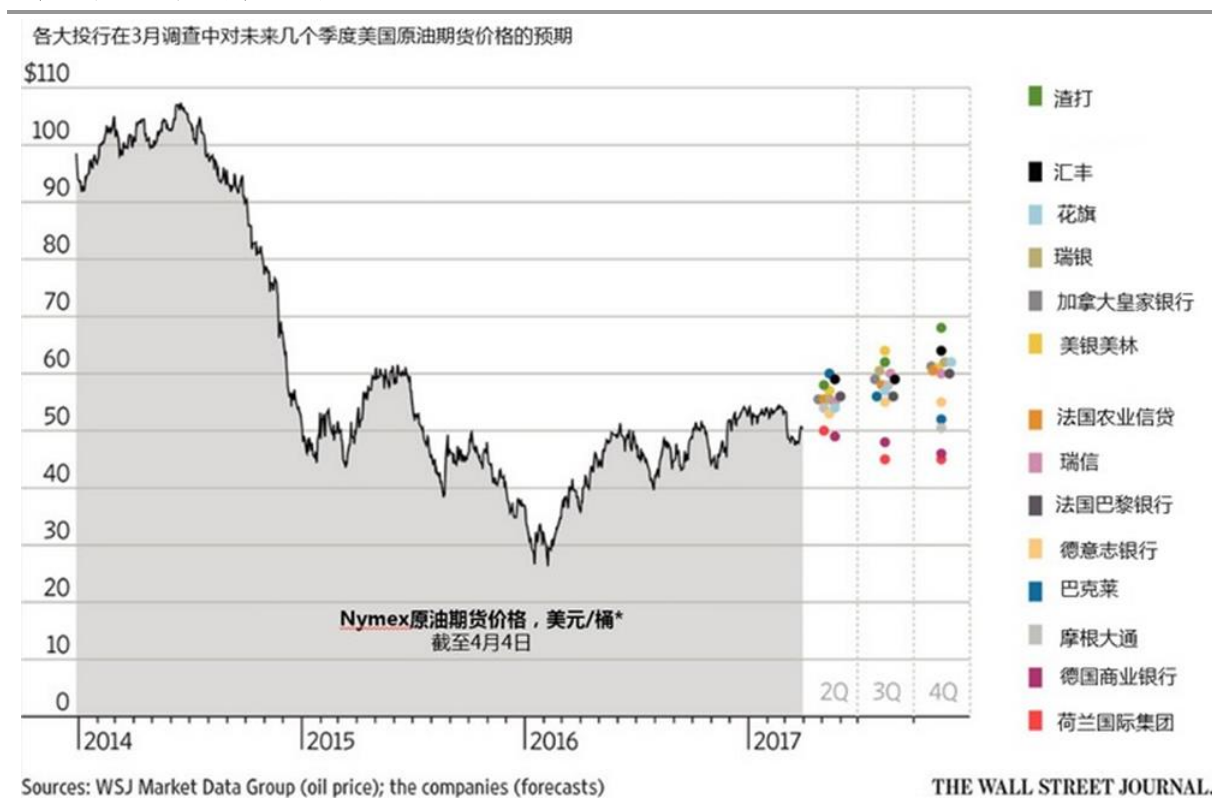
(四) 地缘政治风险较大

2017 年上半年，国际形势整体稳定，虽然地区局势偶有震荡，但并未引发全球风险，总体可控。特朗普当选美国总统大大出乎市场预期，而欧洲政坛法国大选、英国脱欧等同样聚焦了全球目光。朝鲜危机一度令半岛局势紧张，美韩军演则继续施压朝鲜。中韩关系更是因萨德部署而降至冰点，国内也掀起了抵韩热潮。美国战斧导弹攻击叙利亚和卡塔尔断交事件令中东局势升温，全球油市紧绷的神经再次被挑起。伊拉克、利比亚和尼日利亚国内动荡同样不安，为抢夺原油资源和国内话语权的战争从未停止。伊朗鲁哈尼连任稍稍安抚了动荡的中东局势，而沙特度黜又令市场不安。总体来看，全球局部地区和国家风险较大，尤以中东局势最为震荡。

(五) 油价预估不容乐观

在延长减产 9 个月至 2018 年 3 月和需求疲软的现状下，各大机构纷纷给出了自己的油价预估。2017 年第三季度和第四季度油价预估大体一致，价格在 47 至 56 美元/桶之间，主流价格在 52 美元/桶上下。2018 年全年的美原油均价较 2017 年第四季度有所上调，大概在 51 至 57 美元/桶之间，主流价格在 55 美元/桶上下。可以看出，各大机构依然较乐观的预期 2018 年油市供需矛盾较 2017 年有所减小，全球油市正走在正确的轨道上，只不过脚步蹒跚。

图 7：各大机构对美原油油价预估



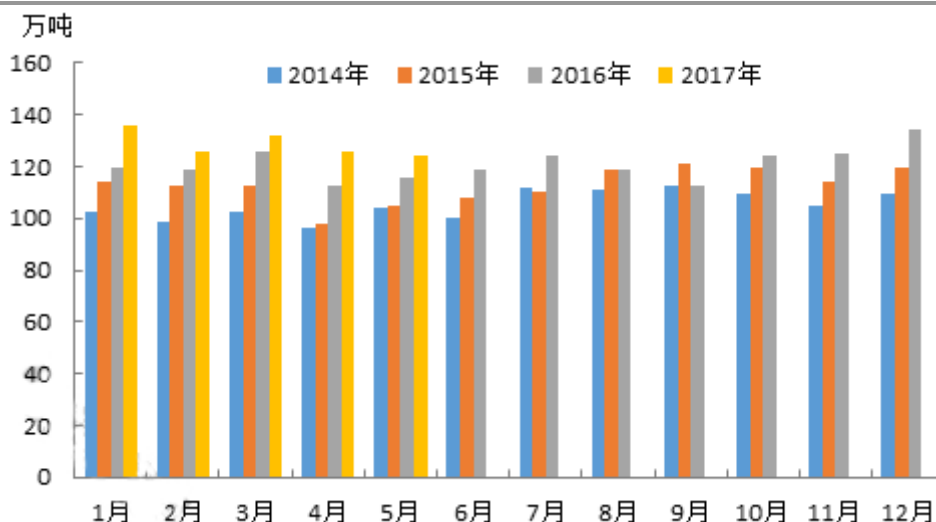
数据来源：广金期货

三、聚烯烃市场情况分析

(一) 供应面

截止到 2017 年二季度，我国聚乙烯产能已达到 1640.8 万吨，较去年仅增加中天合创 25 万吨高压装置。由于 2017 年聚乙烯市场出现逆常规下跌，且部分石化装置投产延迟，致产能增长速度放缓。虽然投产速度缓慢，但煤制聚乙烯产能占比逐年增加，截至目前占总产能的 20%。

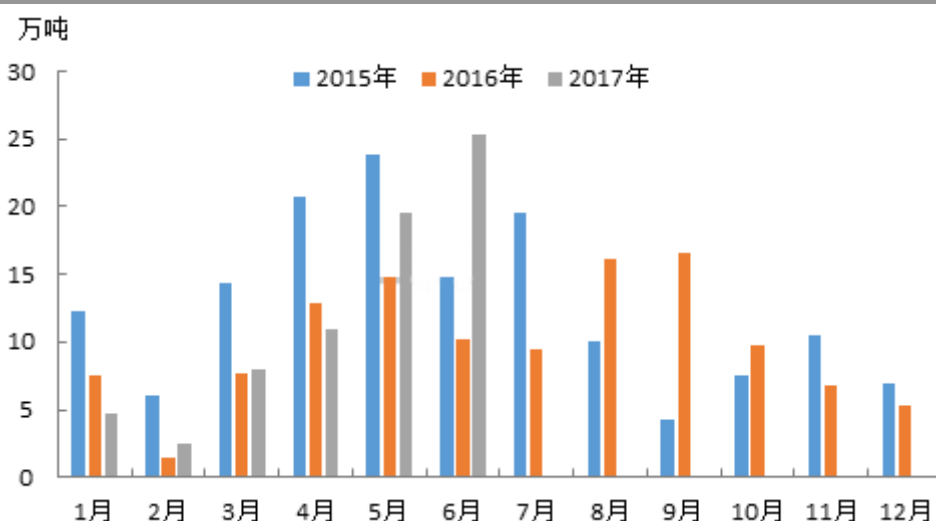
图 8：2014-2017 年国内 PE 产量统计



数据来源：卓创资讯、广金期货

从产量来看，截止 2017 年上半年，我国聚乙烯产量达到 760.8 万吨，同比去年同期增加 7%。2017 年月产量均高于往年，神华新疆 27 万吨高压和中天合创 30 万吨线性装置虽投产于 2016 年 10 月份，但给予 2016 年的产量贡献率不高，而基本是释放于 2017 年。从石化生产方面，今年原油价格持续低位，石化成本较低，利润空间较大，此外据调研今年较往年相比会检修小年，石化整体开工较高，2017 年石化平均开工在 94.2%，这是使聚乙烯产量增加的原因。

图 9：2015-2017 年 PE 月度检修损失量统计

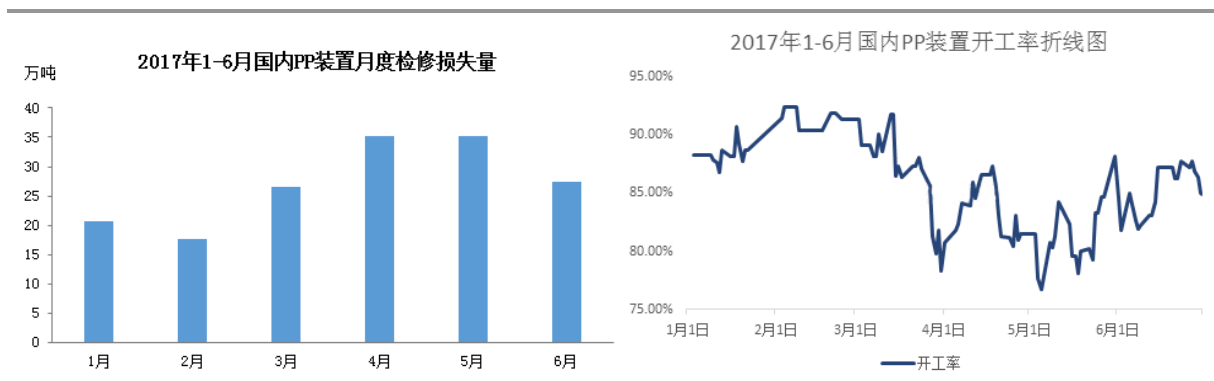


数据来源：卓创资讯、广金期货

2017 年国内聚乙烯检修高峰期依然集中在 4-6 月份，共计检修损失量在 55,77 万吨，占总损失量 70.89 万吨的 79%左右。虽然今年是检修小年，但多数石化装置产能较大，且检修时间较长，从而使得损失量同比增多。但进入三季度，随着石化装置的逐渐恢复，且新增产能的成功投产，未来市场货源供应或将进一步充裕，自给率也随之增加。

2017 年下半年仍有中天合创 12 万吨高压，中海壳牌 30 万吨线性和 40 万吨低压以及神华宁煤 45 万吨全密度装置计划投产，且 2018-2020 年，我国聚乙烯装置仍将呈现快速扩张的态势，且投产的装置主要为煤制烯烃装置，届时煤制烯烃产能占比将进一步提高。值得注意的是，自原油下跌后，且持续维持低位，煤制烯烃装置成本优势缩减，其新增产能推迟投产现象颇多。并且据相关机构预测近两年原油仍将维持在低价区间，这些新增产能仍有可能出现继续推迟的情况。

图 10：聚丙烯供应面



数据来源：卓创资讯、广金期货

2017 年 1-3 月份，国内石化企业聚丙烯装置检修数量相对较少，检修损失量总共 65 万吨，企业平均开工率约在 89% 的较高水平。从 3 月下旬开始，石化企业装置陆续停车检修，开始进入检修高峰期。第二季度国内检修损失量明显增加，总共达到 98 万吨，较第一季度增长 51%，企业平均开工率降至 84%。

表 1：2017 年聚丙烯国内新投装置统计

单位：万吨/年

石化名称	产能	投产（计划）时间
富德（常州）能源化工	40	2017 年 1 月
中国软包装集团中景石化二期	35	2017 年 4 月
神华宁夏煤业集团三期	60	2017 年 7 月
青海盐湖工业	16	2017 年 7 月
云南云天化	15	2017 年 8 月底
久泰能源内蒙古有限公司	35	原计划 2017 年，推迟到 2018 年
中海油惠州炼化二期	40	原计划 2017 年，推迟至 2018 年
华亭煤业	20	2017 年底

近两年聚丙烯在建的项目纷纷放慢建设进度，计划当中的很多新增产能正在出现推迟投产的情况。2017 年聚丙烯新增产能原计划在 261 万吨，目前上半年已投产的产能仅有 75 万吨，下半年原计划投产共 186 万吨，其中有 75 万吨产能推迟到 2018 年投产。到 2017 年底，国内聚丙烯全年新增产能预计在 186 万吨，较 2016 年新增的 240 万吨减少 22.5%。

(二) 下游需求

1. 环保督查常态化

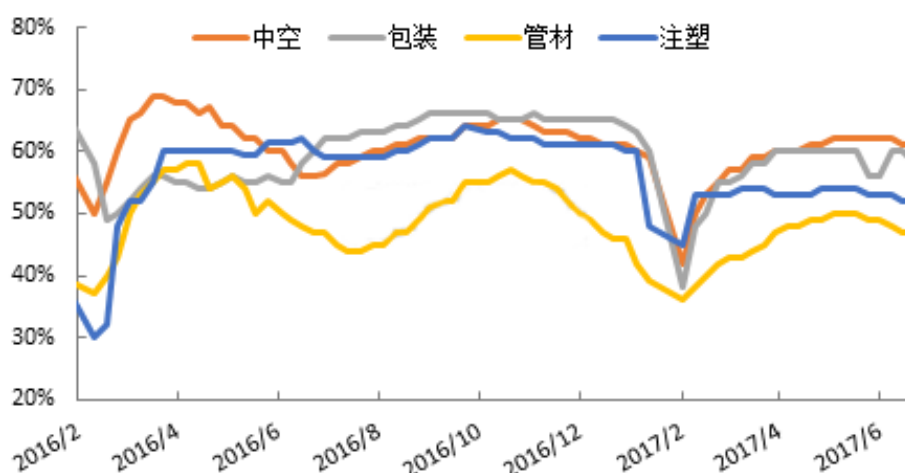
环保督查逐渐常态化，从 2016 年四季度多城市雾霾橙色预警，到 2017 年一季度空气质量专项督查。再到 4 月初环保部决定开展的史上最大规模的环保督查，督查时间从 2017 年 4 月 7 日至 2018 年 3 月 31

日，督查对象是京津冀周边的“2+26”城市，该区域也是塑料加工的主要集中地之一。环保是把双刃剑，那么反应在塑料行业，其对部分地区塑料加工生产有一定的影响，尤其对小型作坊式生产企业冲击较大。虽然单独某家消费量并不大，由于涉及企业数量较多，对市场需求有一定的冲击，这也是下游整体开工率环比下滑的一个原因。

2. 聚乙烯市场供需失衡

市场普遍的感受是下游需求乏力。PE 主要下游行业比如包装行业上半年平均开工率在 57%，中空 59%，管材 45%，注塑 53%，较去年同期下滑 1-4 个百分点。虽下游生产趋势同往年大同小异，但今年又出现了新的问题。

图 11：2016-2017 年中国 PE 主要下游开工率统计



数据来源：卓创资讯、广金期货

目前 PE 下游行业生产淡旺季较往年有所弱化，旺季不旺，淡季不淡成为常态。在国内经济增速放缓趋稳下，塑料加工企业订单集中度越来越低，下游经销商和用户基本也是观望原料行业为主。像农膜行业，今年春季地膜政府招标订单取消或者延迟对于一季度农膜厂家的订单影响巨大。尽管招标订单量对于整个地膜需求量来说占比较小，不过，招标订单多为大厂，大型工厂多集中采购原料，能对原料市场起到助推作用。随着部分地方政府扶贫政策的转向，政府不再统一购买地膜，转而直接补贴农户资金，对于订单分散化也有一定的影响。

3. 聚丙烯下游经营欠佳

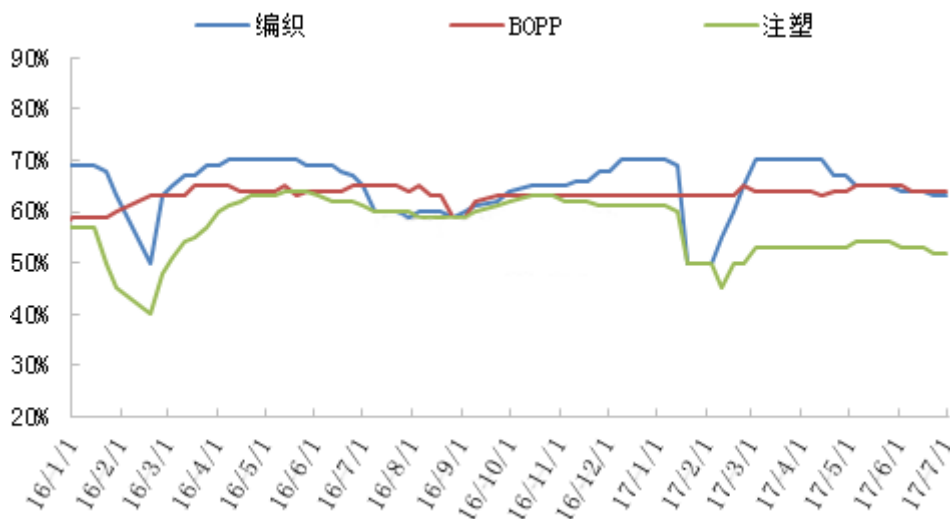
2017 年上半年聚丙烯主要下游行业开工情况普遍差于去年同期，塑编企业开工率约在 65%，BOPP 企业开工率约在 64%，注塑企业开率约在 53%。今年聚丙烯制品行业普遍面临的问题有以下几点：

第一，订单偏差。由于终端需求减少，二季度企业订单情况不理想，部分企业表示差于一季度，从而导致开工率降低。

第二，利润继续降低。上半年 PP 价格呈现震荡下行的走势，原料价格的持续下跌并不能给制品企业带来利好，反而导致制品价格上涨困难，企业利润空间进一步被压缩。

第三，制品库存较高。2016 年四季度 PP 市场上涨，导致下游工厂及制品商对 2017 年的 1 季度需求出现误判，因此一些企业在年底主动增加库存。据了解目前华东地区部分塑编厂的库存始终处于较高水平，若仍不能顺畅消化，或会影响到第三季度的开工率。

图 12: 聚丙烯下游主要行业开工情况

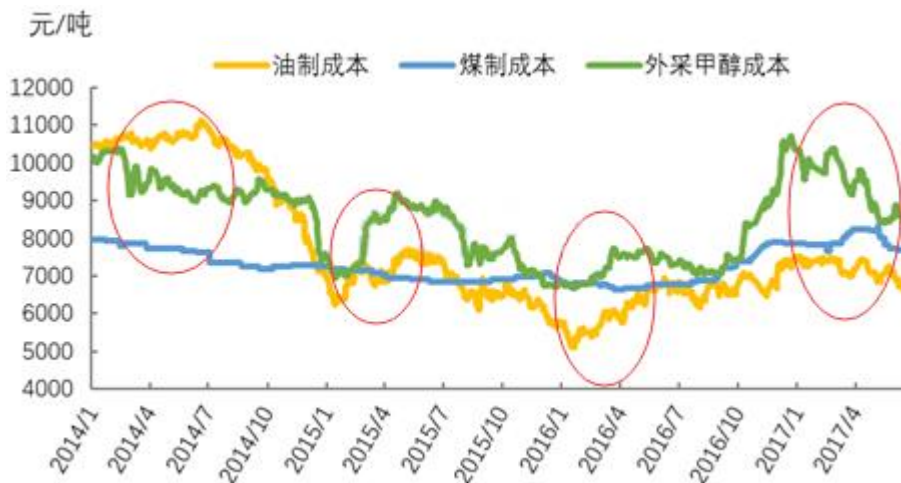


数据来源: 卓创资讯、广金期货

4. 成本分析

2017 年各种生产路径成本同比都处在较高水平。上半年尽管甲醇市场出现了价格下行走势,但仍处于较高的水平。上半年煤炭市场走出“N”字状运行态势,以山东地区煤企 5000 大卡动力煤主流报价在 600 元/吨,较年初下跌 50 元/吨,跌幅为 8.33%,同比上涨 76.73%。因此煤制成本路径上半年同比也高出 17.68%。总体来看,上半年生产企业成本同比承压。

图 13: 不同路径制烯烃生产成本统计



数据来源: 卓创资讯、广金期货

成本同比增加,而今年市场销售价格却震荡回落,因此对于生产企业而言,利润部分缩水也是预期之内。通过上图可以看出,目前油制利润水平最佳,其次伴随甲醇价格的下行,甲醇制路径利润由亏转赢反超煤制水平,但是同比差距依然较大。通过上半年毛利数据测算:油制路径同比下降 14.69%,煤制路径降 34.26%,甲醇制路径下降 88.45%。

图 13: 不同生产路径制烯烃毛利统计



数据来源：卓创资讯、广金期货

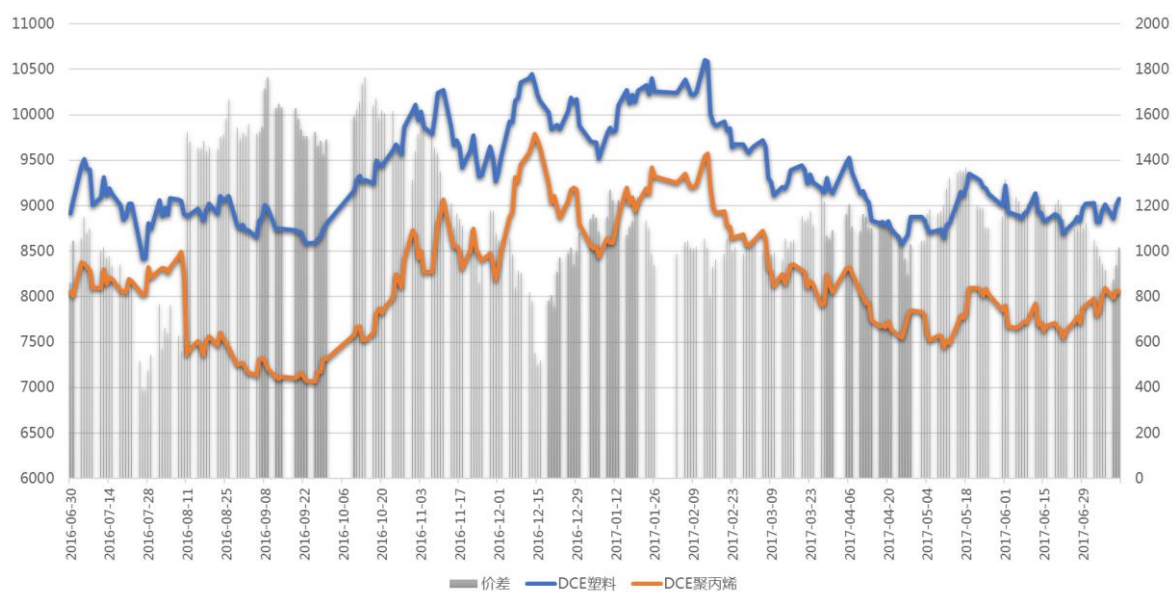
上半年生产企业总体在成本上行，而销售价格并未同步的情况下，盈利水平同步下降。从上半年整体市场趋势来看，受大环境影响，从生产到中间环节到下游用户，实际运行压力同比都有所提升。从生产企业竞争角度，除了控制成本，还需尽量从产品差异化竞争中提高盈利能力，高端产品的空缺依然较大。

5. 跨品种套利

L-PP 价差一直在 800-1400 元/吨区间震荡，走势的特点较为明显，形成与往年走势较大的差别。

从下半年来看，PP 扩能主要有，宁煤新装置、青海盐湖、云天化、中海惠州二期等装置，LL 扩能主要有中海惠州二期、宁煤新装置，PP 扩能大于 LL，且 LL 需求在三季度末有明显的季节性，故推荐买 LL 空 PP 套利操作。

图 13：不同生产路径制烯烃毛利统计



数据来源：卓创资讯、广金期货

五、后市展望及操作策略

全球供应过剩对原油市场构成主要压力，而欧佩克减产、三季度消费旺季、中国进口需求旺盛及美国原油库存季节性回落等因素构成潜在支撑，预计下半年国际原油价格将呈现二次探底后震荡回升走势，处于 40 美元/桶至 60 美元/桶区间波动，美国原油与布伦特原油价差处于 1-3 美元区间波动。

国内由于新增装置投产以及前期集中检修装置逐渐恢复，装置开工率整体上升；下半年塑料薄膜需求预计平稳上升，线性及聚乙烯供需整体平衡，PP 供应相对过剩，LL 和 PP 的价差有望继续扩大。另外，今年受环保严查的影响，回料的供应受到挤压，削弱了新料投产带来的影响，随着需求的企稳上升以及库存矛盾的缓和，走势在震荡的过程中价格重心有望逐渐抬升。

免责声明：

本报告仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。