“无风”不起浪，延续震荡格局

神华研究院 陈进仙

摘要.....- 2 -
第一部分 2018 上半年行情回顾.....- 3 -
第二部分 成本端油价解析.....- 4 -
2.1、主产国原油产量概况.....- 4 -
2.2、当前全球原油库存降至近 3 年低位.....- 7 -
2.3、全球原油供需格局.....- 8 -
第三部分 PTA 供需面概况.....- 9 -
3.1、装置检修较多库存降至低位，但下半年趋向回升.....- 9 -
3.2、下游聚酯及终端纺织业分析.....- 10 -
第四部分 聚烯烃供需面概况.....- 11 -
4.1、聚烯烃生产利润.....- 11 -
4.2、PE、PP 供应端分析.....- 12 -
4.3、PE、PP 需求端分析.....- 16 -
第五部分 2018 下半年行情展望及策略.....- 18 -

摘要

PTA：油价高位震荡，PTA 如影随形

成本方面，下半年全球原油市场的供需格局切换主要受欧佩克、美国及俄罗斯等几大主产国原油产量增、减情况的影响。在增产与减产、多空因素交织博弈的过程中，预计下半年美国油价很可能在 65-80 美元/桶区间宽幅震荡；对应的 PTA 成本区间大致在 5300-5700。

PTA 供需方面，下半年 PTA 装置检修较少且较为分散，后续供应趋向回升；而下游聚酯负荷率维持在相对高位，上升空间不大，同时下半年终端服装出口大概率维持偏低增速，下半年需求端利好支撑有限。下半年 PTA 供应会有所回升，需求持稳为主，供需趋向平衡。综上所述，PTA 下半年很可能维持高位区间震荡走势，震荡区间参考 5300-6100，建议期价在 5500 以下逢低偏多参与，6000 以上逢高减仓或止盈，依附区间上下沿波段操作。

聚烯烃：基本面总体呈中性，区间震荡格局延续

成本方面，下半年美国油价很可能在 65-80 美元/桶区间宽幅震荡，当前聚烯烃相对油价较为合理，所以下半年成本端对聚烯烃利好支撑有限。PE 供需方面，因国内 PE 供应缺口仍高达 40%左右，所以国内产量供应压力不大，后续重点关注进口利润打开后进口量的增减。需求方面，下半年农膜开工率会逐渐上升，但包装膜持稳为主，整体来看 PE 需求下半年趋向转好。综合油价及供需面来看，基本面中性略多令其难走出趋势性行情，下半年 PE 期价震荡区间会有所上移但幅度有限，震荡区间参考 8800-10000，建议期价在 9000 以下逢低偏多参与，9500 以上逢高减仓或止盈，依附区间上下沿波段操作思维参与。

PP 走势与 PE 类似，成本端油价对 PP 期价利好提振有限，国内供应和需求皆维持低速增长，同时国内价格大幅低于国外价格，所以下半年进口量增减波动不大，再加上下游需求较为稳定季节特征不明显，基本面总体为中性。综上所述，预计 PP 下半年也难走出趋势性行情，估计将延续在上半年 8500-9500 区间震荡徘徊，建议仍是波段思维参与，在 8800 之下逢低偏多参与，反弹至 9300 以上减仓或止盈；空头在区间上沿附近逢高偏空参与，回调到 8900 之下逢低止盈。

第一部分 2018 上半年行情回顾

图 1-1：PTA 主力合约价格走势图

资料来源：文华财经、神华研究院

PTA 在 2018 年上半年在 5350-5950 区间呈宽幅震荡走势，总共走出两轮波段性行情；年初至 1 月末，受成本端油价上涨支撑，PTA1809 合约期价创阶段性高点 5786；2 月初至 4 月上旬，期间油价震荡徘徊利好支撑有限，而 PTA 供应回升需求不及预期，PTA 在供需面偏空的带动下呈偏弱下探走势，在 4 月 9 日创阶段性低点 5340。4 月中旬之后，成本端油价上涨及 PTA 装置检修较多叠加下游聚酯高开工率，PTA 呈重心上移的震荡上涨走势，截至 6 月末收盘在 5850 附近。

图 1-2：LLDPE 主力合约价格走势图

资料来源：文华财经、神华研究院

2018 年上半年，LLDPE 呈高位重心下移的 M 型走势。受到政府公布的禁止废塑料进口的影响，LLDPE 在去年 12 月下旬开始反弹回升，1809 期价在 1 月中旬最高上冲至 9985。但此时恰逢下游需求淡季，期货价格过分拉涨而现货价持稳不动，期货升水现货价幅度加大引发现货商套保卖压，随后在 1 月下旬期货价格高位回落。2 月初至 3 月末，期间部分市场资金试图提前炒作地膜旺季的需求，但下游需求不及预期、中下游资金偏紧备货较少等原因；同时 1 月份的价格走高打开进口利润，令 3 月进口聚乙烯大量到港，现货价格承压走弱，而石化库存也累积上升，期价重心震荡下移，在 3 月下旬探至年内低点 8960。进入 4 月份之后，随着西北新疆等地棉花播种的展开，地膜需求进入高峰，库存下降由此加速，令期价逐渐见底企稳。后续石化检修在 4 月下旬开始增多，支撑期价反弹回升，在 5 月上旬反弹至 9600 附近。5 月中旬至 6 月中旬，在全球聚乙烯的增产的大周期下，前期进口窗口的不时打开令 5 月到港量再创新高，同时下游需求处淡季，供需面利空使得期价再度回落。6 月下旬受成本端油价大幅上涨带动反弹回升，截至 6 月末收盘在 9200 附近。

第二部分 成本端油价解析

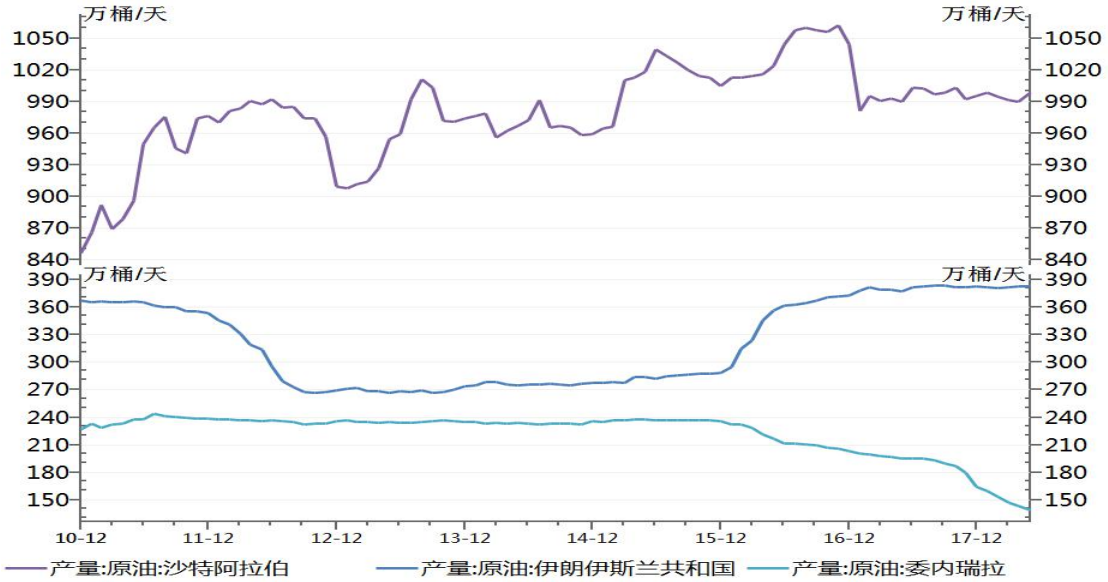
2.1、主产国原油产量概况

（1）欧佩克主产国原油产量增减概况

图 2-1：欧佩克原油日产量及减产执行率

资料来源：Wind 资讯、神华研究院

图 2-2：欧佩克三大产油国产量变动



资料来源：Wind、神华研究院

2018 年 5 月，欧佩克原油产量 3186.9 万桶/天，减产执行率高达 163%，近 4 个月欧佩克原油减产执行率皆高于 150%，主要归功于委内瑞拉原油产量的持续下降。数据显示，因受到美国制裁和国内经济危机影响，委内瑞拉 5 月份原油产量降至 139.2 万桶/天，相对今年初减产 25.5 万桶/天；而相对 2016 年末最初达成减产协议时的 203.2 万桶/天产量，则减产量高达 64.2 万桶/天；市场预计委内瑞拉下半年还会持续减产。而在欧佩克成员国中，伊朗下半年的产量很可能受美国制裁而出现下滑。美国国务院表示，美方正推动所有国家今年 11 月 4 日前停止从伊朗进口石油，不会给予违反美国制裁禁令的国家豁免权。上次在 2012 至 2015 年美国对伊朗制裁期间，伊朗原油产量由 2012 年日产量 350 万桶下降至 280 万桶/天；高盛预计伊朗今年受制裁原油产量下降 50 万桶/天。IEA 则预计，委内瑞拉和伊朗的产量到明年年底将减少约 150 万桶/天。

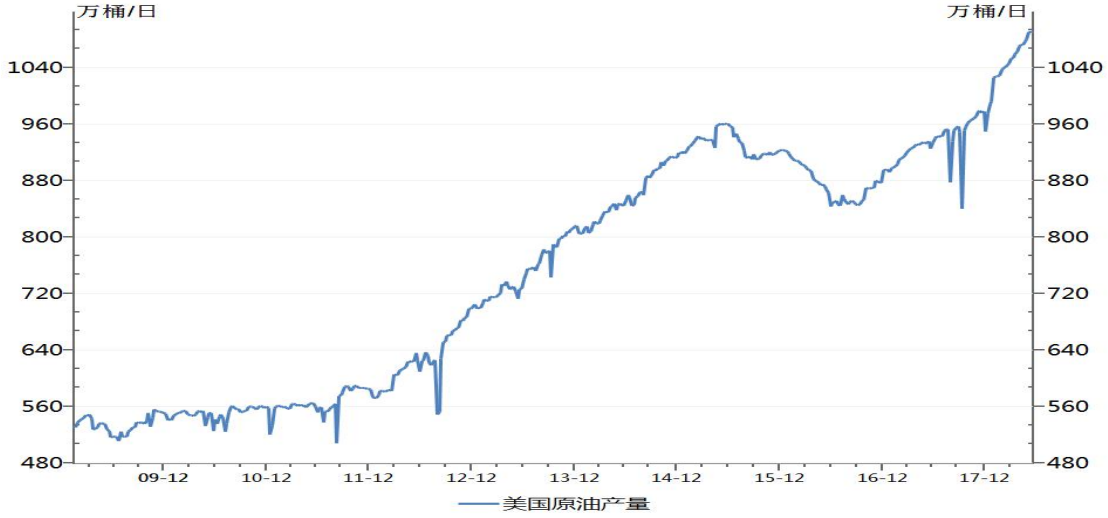
委内瑞拉和伊朗产量趋向减少利好支撑油价，但沙特下半年的增产计划将削弱此利好。6 月 22 日欧佩克会议决定增产不超过 100 万桶/日，市场认为欧佩克实际增产约 70 万桶/日，增产幅度低于此前市场预期的 150 万桶/日。目前来看有增产能力且有增产意愿的只有沙特、科威特、伊拉克和阿联酋这四个国家，因为未来大概由这四个国家增产来弥补委瑞内拉和伊朗的被动减产，增产的大头将会是剩余产能最大的沙特，欧佩克之外的俄罗斯目前也有增产的意愿。调查显示，沙特阿拉伯 6 月的原油产量较 5 月份增加了 70 万桶/天。而俄罗斯能源部也表示，该国 6 月份的产量从 5 月份的 1097 万桶/天增至 1106 万桶/天。

而美国总统特朗普为解决对伊朗的制裁而导致原油供应可能出现短缺的问题，6 月 30 日在推特上称沙特国王萨勒曼同意将石油产量提高至多 200 万桶/天。

沙特方面则称若原油出现供应缺口，沙特会增加产量以满足需求。下半年欧佩克总产量的增减主要看以下两点：美国对伊朗制裁后伊朗原油减产幅度、沙特下半年的增产情况。

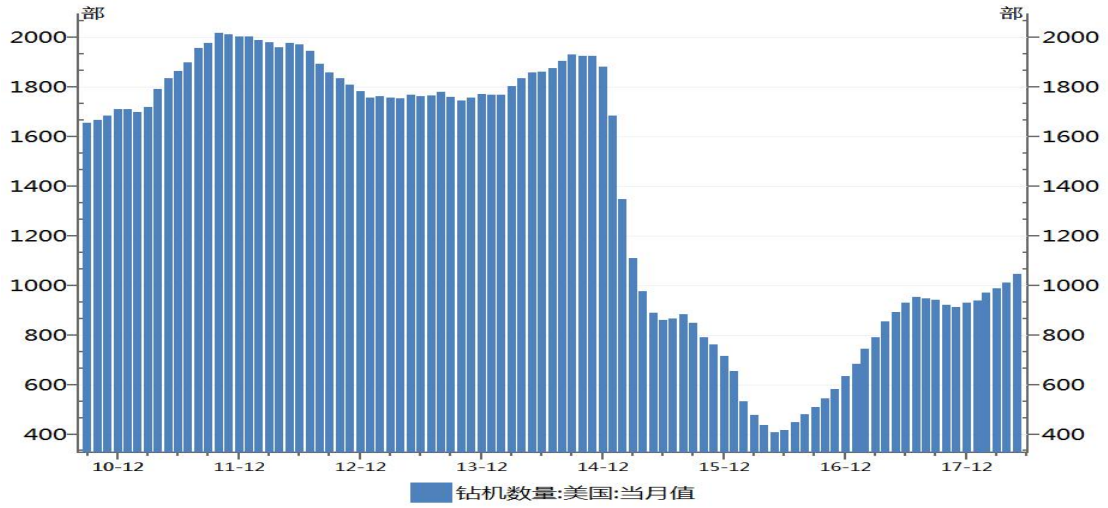
（2）美国持续增产，但增速开始放缓

图 2-3：美国原油产量



资料来源：Wind、神华研究院

图 2-4：美国钻井平台数



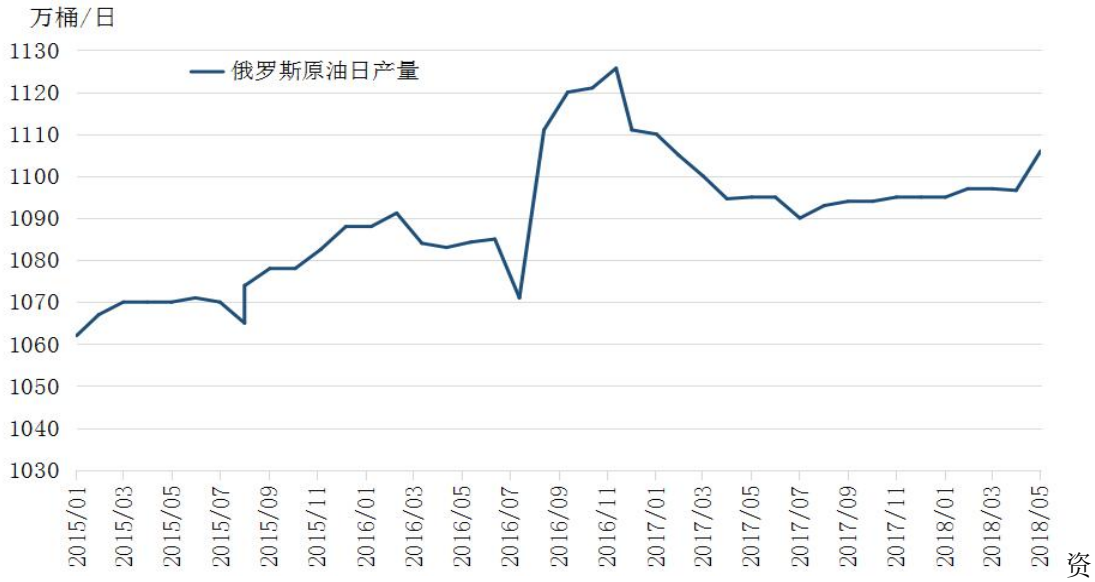
数据来源：Wind 资讯、神华研究院

欧佩克在 2016 年末开始限产之后，油价逐渐走高；美国原油产量受油价上涨刺激持续增加。截至 2018 年 6 月下旬，美国原油产量已上升至 1090 万桶/天，相对年初产量增产 120.0 万桶/天，比 2016 年末则增产高达 196 万桶/天。美国产量增长主要得益于页岩油产量的增产，从页岩油成熟区鹰滩、巴肯的情况来看，产量增幅不大；而二叠纪盆地将成为页岩油生产商的新阵地。近三周美国原油产量持稳在 1090 万桶/天，因目前美国页岩油钻探商正遭受管道瓶颈、工人短缺及投资者要求更高回报的困扰；IEA 预计美国原油运输瓶颈将在明年下半年由新管

线的投建而缓解，届时产量或会进一步释放，而目前产量增速或会受制与运输瓶颈。综合以上几点来看，预计下半年美国原油产量还会上升但增速会明显放缓。

（3）俄罗斯产量或回至限产前水平

图 2-5：俄罗斯原油产量

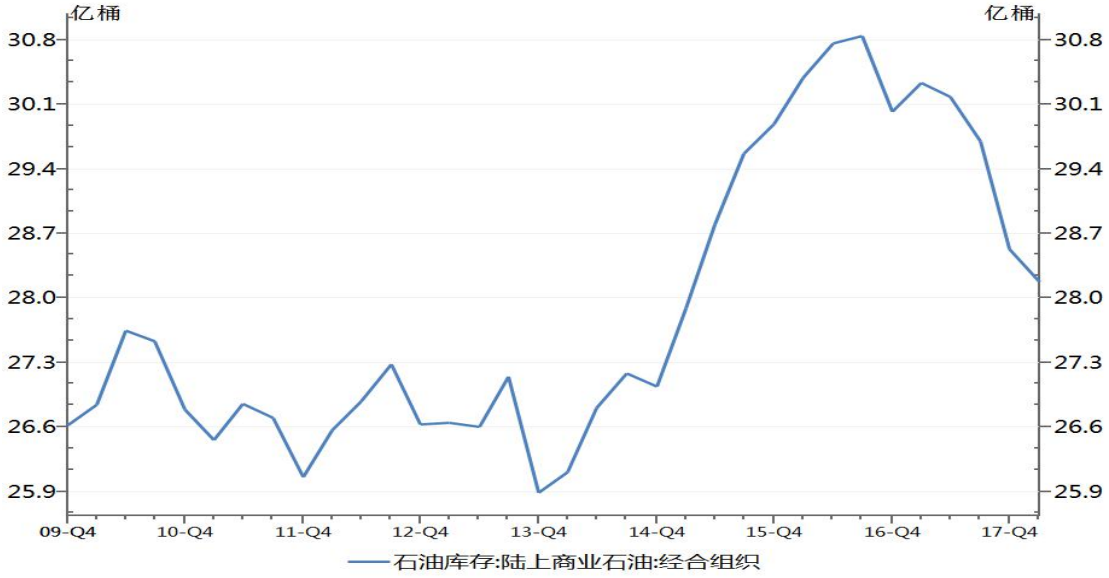


资料来源：Wind、神华研究院

在 6 月下旬欧佩克会议决定增产后，俄罗斯产量开始出现回升，据俄罗斯能源部公布数据显示，该国 6 月份的产量从 5 月份的 1097 万桶/天增至 1106 万桶/天。而在 2016 年末决定限产之前，俄罗斯产量约 1125 万桶/天。所以预计下半年俄罗斯产量回升至限产前水平，增量大致在 20-30 万桶/天。

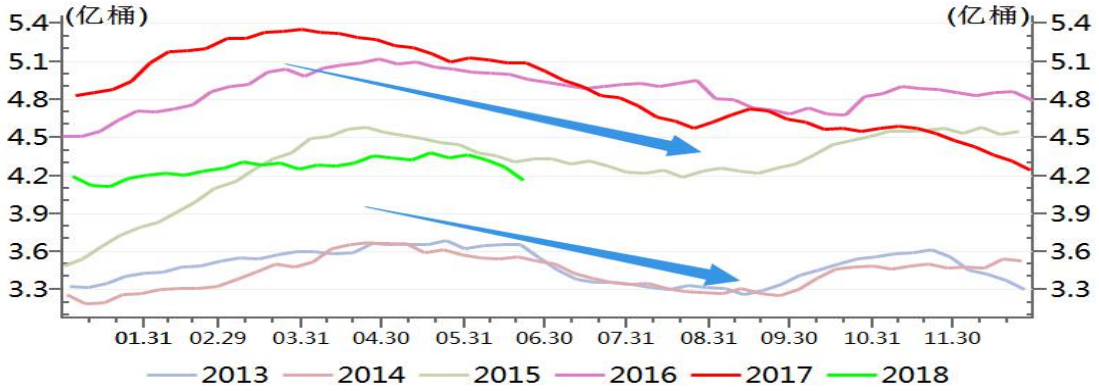
2.2、当前全球原油库存降至近 3 年低位

图 2-6：经合组织原油库存



资料来源：IEA、神华研究院

图 2-7：美国原油库存



资料来源：Wind、神华研究院

国际能源署(IEA)公布月度原油市场报告称，4 月经合组织商业原油库存跌 310 万桶至 28.09 亿桶，为三年来低位；而美国原油库存也下降至近三年的低位。结合美国原油库存的季节性规律来看，接下来的夏季出行需求旺季使得美国原油库存趋向下降，但在 9 月份之后原油库存通常会有所回升。

2.3、全球原油供需格局

《2018 年全球经济展望》预计，2018 年全球经济增速将为 3.2%，较此前预期的 3.3%降低 0.1%。报告认为，当前贸易争端将影响全球经济增长态势，贸易政策已经超过金融、经济风险，成为当前全球经济增长面临的最大威胁。报告指出，2018 年成熟经济体经济增速将放缓，但会保持 2.4%的增长速度。美国是 2018 年发达经济体中唯一经济增速超过 2017 年的国家，预计经济增速将达 3.0%，高于 2017 年的 2.4%。预计 2018 年欧元区经济增速将从去年的 2.5%放缓至 2.0%；英国从去年的 1.8%降至 0.9%；日本从去年的 1.7%降至 1.0%；新兴市场国家预计平均增长 3.9%，略低于去年。全球经济增速放缓及美国引发的贸易战等因素皆不利于原油消费的增长。

图 2-8：全球原油供需状况

资料来源：Wind、神华研究院

2017 年末，全球原油需求量上升至 9870 万桶/天，而全球原油供应量为 9740 万桶/天，全球原油供应缺口达 130 万桶/天，原油市场处去库存状态，而随着油价持续走高，原油供应量上升而需求出现回落。截至 2018 年 3 月份，全球原油需求量为 9760 万桶/天，而全球原油供应量为 9770 万桶/天，全球原油供需处紧平衡状态。下半年全球原油市场的供需格局切换主要受欧佩克、美国及俄罗斯等几大主产国原油产量增、减情况的影响。综合以上各方面因素来看，在增产与减产、多空因素交织博弈的过程中，预计下半年美国油价很可能在 65-80 美元/桶区间宽幅震荡。

第三部分 PTA 供需面概况

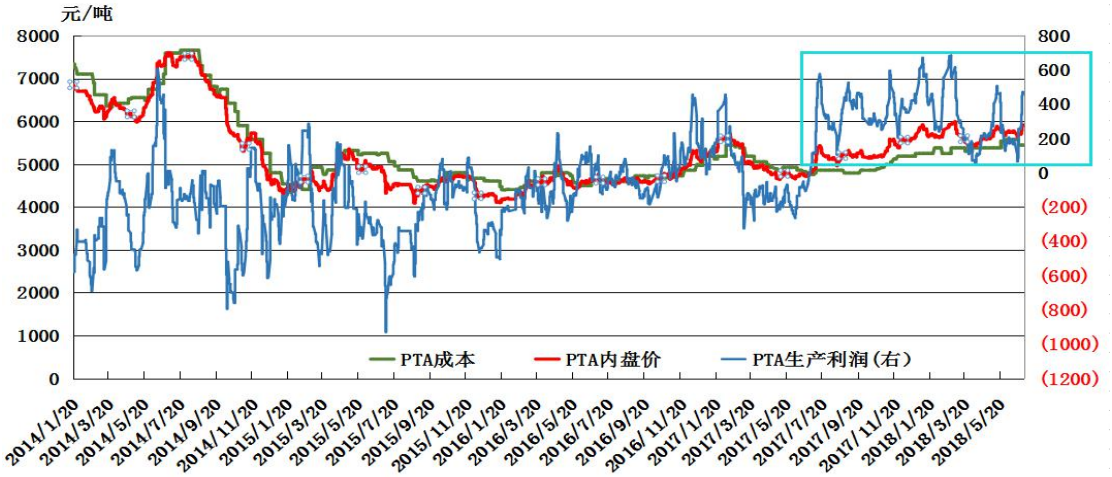
3.1、装置检修较多库存降至低位，但下半年趋向回升

图 3-1：PTA 装置检修概况

企业名称	装置产能（万吨/年）	检修概况（2018）
海伦石化	120	1 月 1 日-14 日检修
宁波逸盛	200	3 月 14 日-27 日检修
桐昆石化	220	4 月检修
恒力石化	220	4 月 16 日年检，26 日提前结束
福海创	450	已开两线：2018 年 5 月 14 日-6 月 5 日检修
宁波台化	120	5 月 30 日-6 月 4 日检修
逸盛大化	225	5 月 22 日-6 月 6 日检修
逸盛大化	375	5 月 21 日-6 月 5 日检修
汉邦石化	220	2018 年 6 月底意向检修 2 周
桐昆石化	140	6-7 月有检修意向

资料来源：中纤网、神华研究院

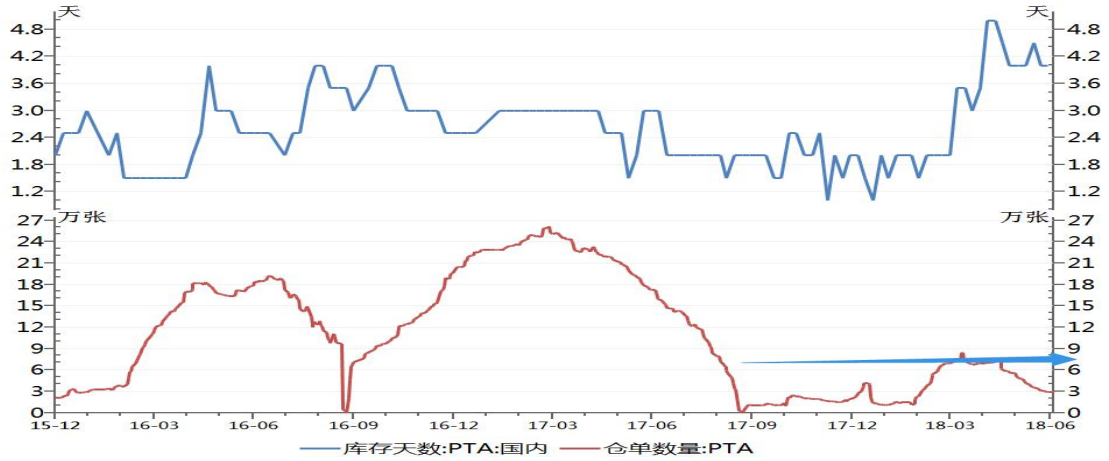
图 3-2：国内 PTA 生产利润



资料来源：Wind 资讯、神华研究院

2018 年 1-6 月 PTA 装置检修较多，上半年平均开工率为 75.6%；受装置检修供应减少影响，PTA 加工基本维持在 100-600 元/吨盈利区间，截至 6 月末，PTA 动态加工利润在 400 元/吨。而从下半年的检修计划来看，下半年装置检修较少也较为分散，基于当前的正值加工利润，预计下半年 PTA 装置的负荷率将趋向回升，加工利润空间会有所压缩。而近几年 PTA 进口成本高于国内现货价，所以进口方面的影响几乎可以忽略不计。

图 3-3：国内 PTA 库存

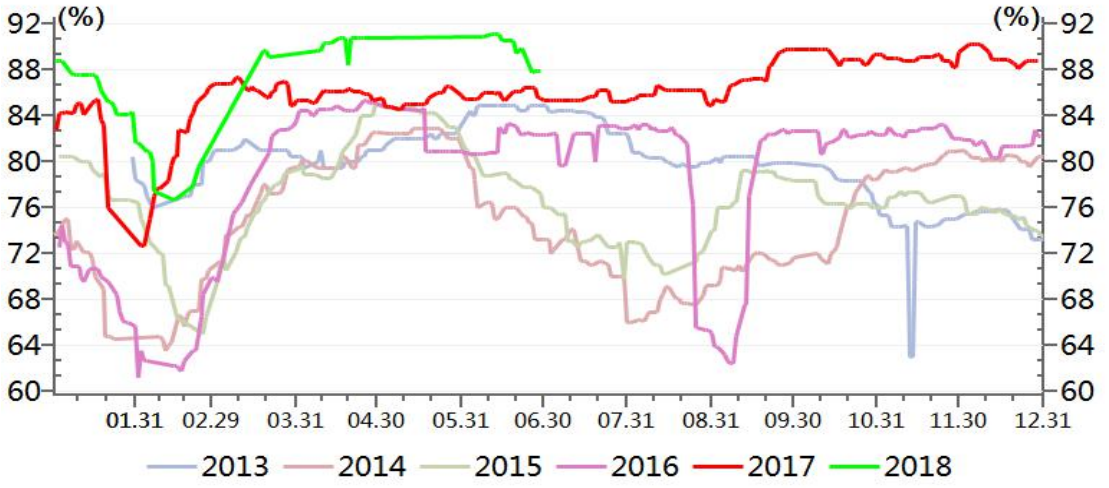


资料来源：Wind 资讯、神华研究院

截至 2018 年 6 月底，国内 PTA 厂商库存小幅上升至 4 天附近的中等略偏高水平。而受 PTA 上半年较多装置检修影响，PTA 注册仓单处阶段性低位；近两个月呈逐渐下降趋势，注册仓单由 4 月初的高点 7.11 万张下降至 2.85 万张低位。而当前 PTA 较为理想的加工利润，PTA 供应回升将导致下半年库存相应上升，但总体上供应压力不大。

3.2、下游聚酯及终端纺织业分析

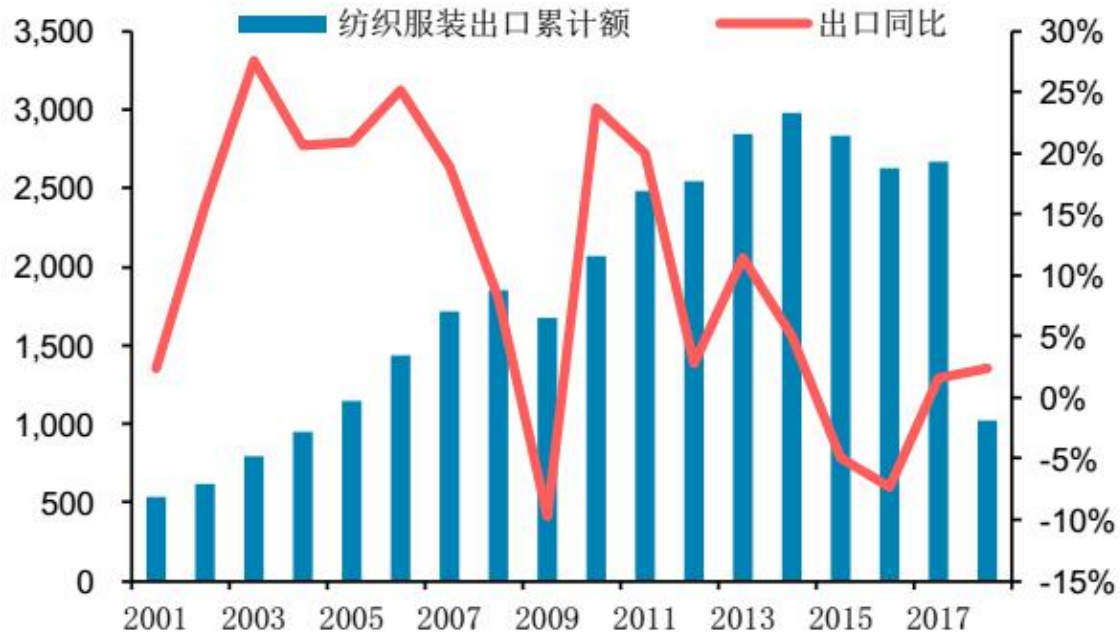
图 3-4：下游聚酯工厂负荷率



资料来源：Wind 资讯、神华研究院

除春节前后，聚酯及终端织造季节性降负外，二季度聚酯开工大多维持在90%以上的高负荷运行，直到5月中旬长丝新产能集中投产、终端织造环保降负等因素拖累，聚酯开工才开始缓慢回落，截至6月末聚酯开工率回落至88%附近。当前聚酯负荷率已维持在偏高水平，下半年聚酯负荷率进一步上升空间受限。

图3-5：纺织品及服装月出口金额



资料来源：海关总署、神华研究院

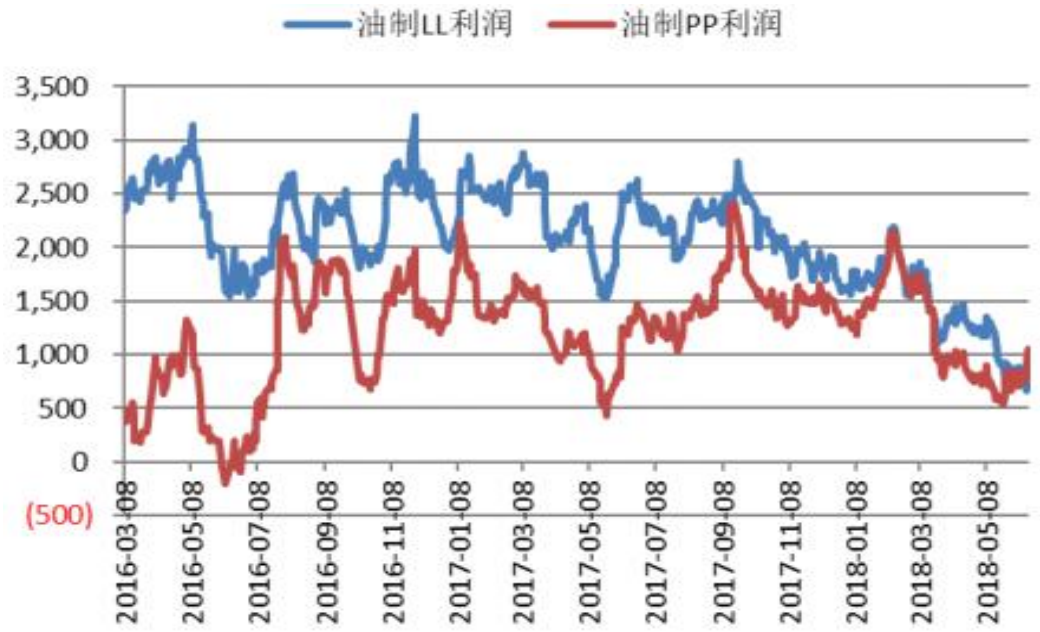
据海关总署统计，5月份我国纺织品服装出口额合计234.45亿美元，同比增长1.07%。其中纺织品出口112.4亿美元，同比增长9.14%；服装出口122.0亿美元，同比下降5.38%。1-5月份，我国纺织品服装累计出口总额1022.31亿美元，较去年同期增长3.35%。其中纺织品累计出口总额475.77亿美元，同比增长10.75%，较1季度增速放缓1.65个百分点；服装累计出口总额546.54亿美元，同比下降2.34%，增速较1季度下降3个百分点。

预计下半年我国服装出口仍将维持偏低增速：一方面，中美贸易摩擦引发的不确定性因素日益增多，很多海外品牌采购商的国际订单有可能进一步多元化，我国服装出口企业压力增加。另一方面，2018年以来，全球经济复苏走向分化，除美国外，全球主要发达经济体经济增速有所回落，部分新兴国家的复苏势头正在减弱，全球消费购买力持续增长的动能有所削减。

第四部分 聚烯烃供需面概况

4.1、聚烯烃生产利润

图 4-2：油制 LL 及 PP 利润



数据来源：卓创资讯、神华研究院

图 4-3：煤制 LL 及 PP 利润

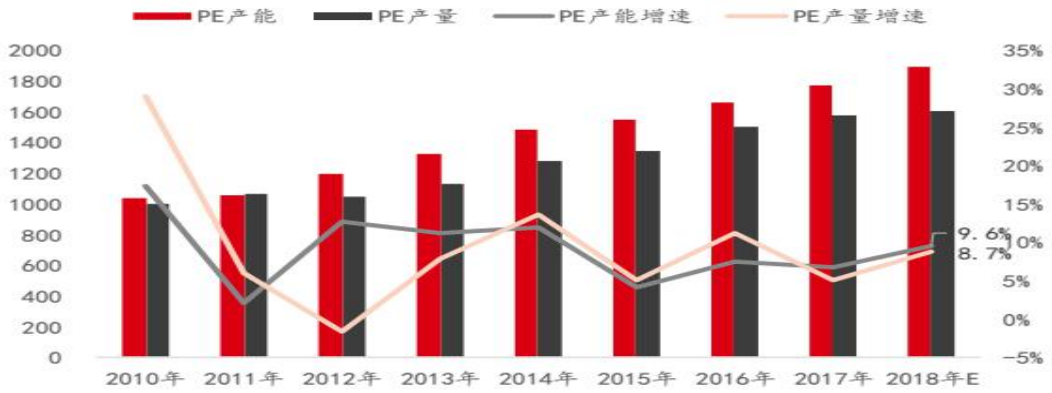
数据来源：卓创资讯、神华研究院

截至 2018 年 6 月末，油制 LL 生产利润约 900 元/吨，油制 PP 生产利润约 1100 元/吨，受成本端油价上涨而聚烯烃价格下跌影响，油制烯烃生产利润下降至近 2 年低位。而煤制 LL 利润约 1600 元/吨，也处阶段性低位；煤制 PP 利润在 1700 元/吨左右，处中等水平。

4.2、PE、PP 供应端分析

（1）国内 PE、PP 产能及产量

图 4-4：国内 PE 产能及产量



资料来源：华泰、神华研究院

图 4-5：国内 PP 产能及产量

资料来源：华泰、神华研究院

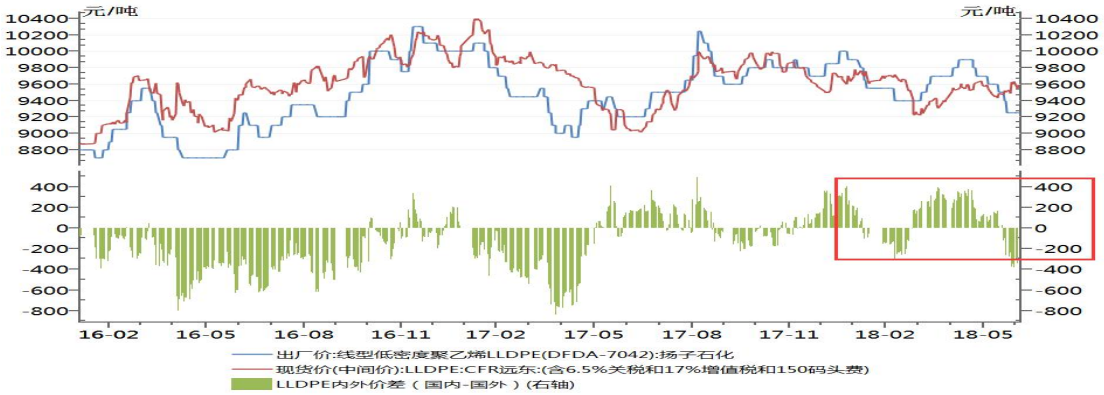
2018 年 1-6 月，PE 累计产量 807 万吨，同比增长 4.8%；PP 累计产量 999 万吨，同比增长 8.3%。因 PP 投产主要在国内，因此国产增速较 PE 略高。上半年新增石化装置有限，产量增速更多表现为 2017 年装置投产的影响。加上二季度石化装置检修相对集中，检修损失量较大，预计随着年内多套装置的大修结束，下半年的产量将会高于上半年。

（2）PE 及 PP 进口量

图 4-6：LLDPE 进口量(万吨)

数据来源：IHS、神华研究院

图 4-7：LLDPE 进口利润



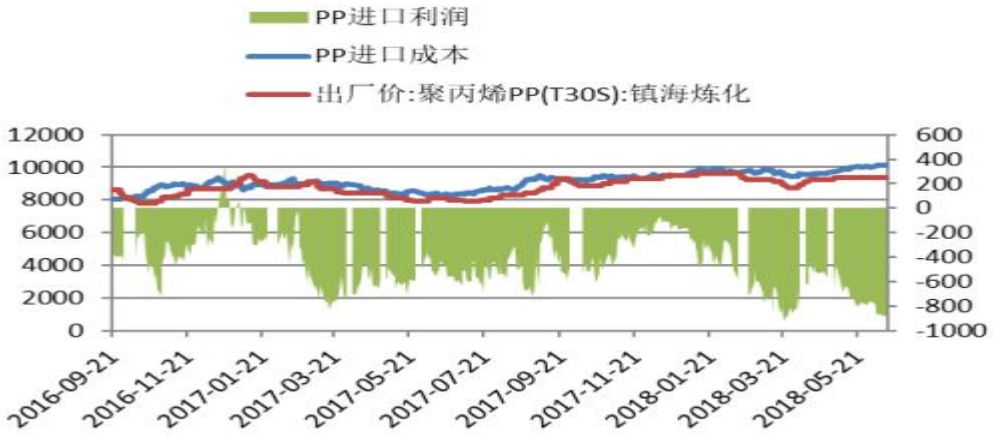
数据来源：Wind、神华研究院

LLDPE 进口利润在 3-5 月份打开，在此区间 PE 进口量持续上升；5 月下旬后因国内 PE 价格下跌，进口利润降至负值，但前期预定货源仍会持续到岸，5 月进口量仍呈上升态势，但随着 6 月末进口利润为负值，后续进口量趋向回落；国内外价差将影响后续进口量的增减。

图 4-8：PP 进口量(万吨)

数据来源：IHS、神华研究院

图 4-9：PP 进口利润

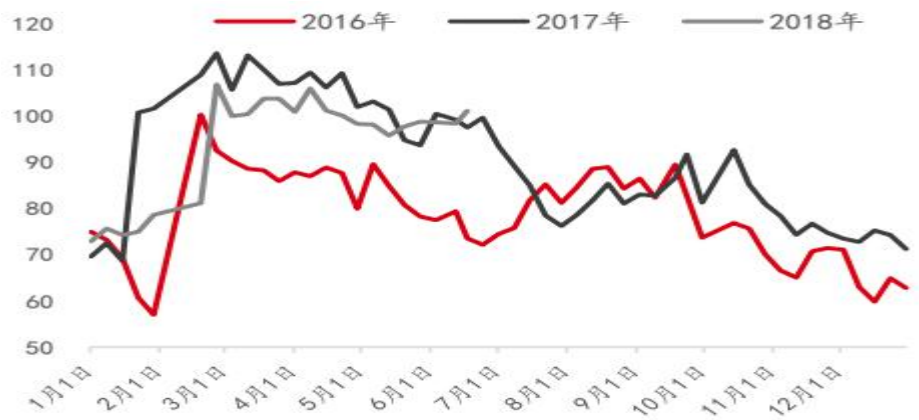


数据来源：IHS、神华研究院

PP 供应已经以国产为主，尤其是交割品拉丝料进口长期无利润。所以除非国内 PP 价格大幅拉涨，打开进口利润窗口，不然下半年进口量波动不大、维持当前水平。

（3）PE 及 PP 库存水平

图 4-10：LLDPE 库存（万吨）



数据来源：卓创资讯、神华研究院

图 4-11：PP 库存(万吨)

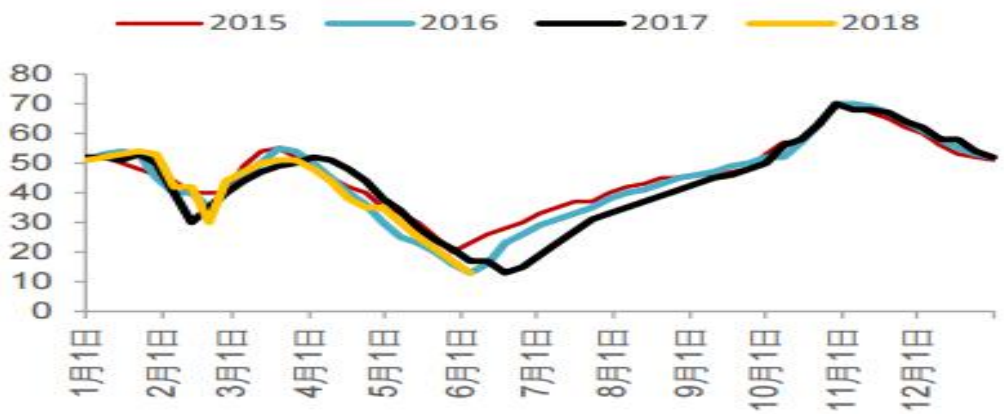
数据来源：卓创资讯、神华研究院

PE 今年保持了较高的进口量，但下游需求较弱，供强需若 PE 显性库存累积上升。从目前的总库存水平来看，PE 库存处于往年高位，PP 库存则处于往年正常水平，而随着检修装置在 6 月下旬逐步重启，聚烯烃仍然有较强的累库预期。基于当前 PE 进口利润降至负值，进口量将趋向减少，预计 PE 库存后续将逐渐下降。

4.3、PE、PP 需求端分析

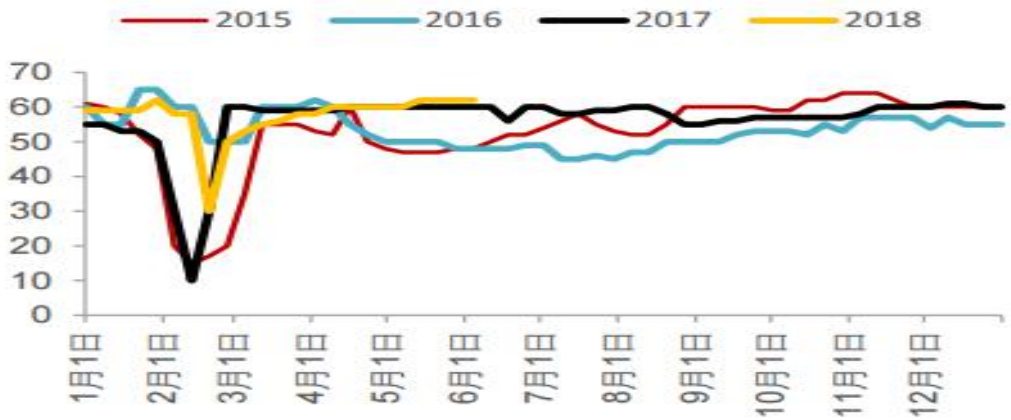
（1）下游开工率概况

图 4-12：PE 农膜开工率



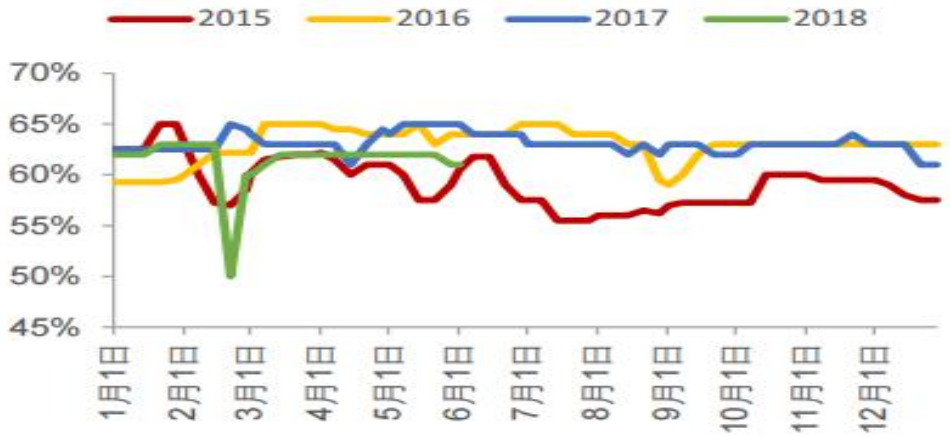
数据来源：卓创资讯、神华研究院

图 4-13：PE 包装膜开工率



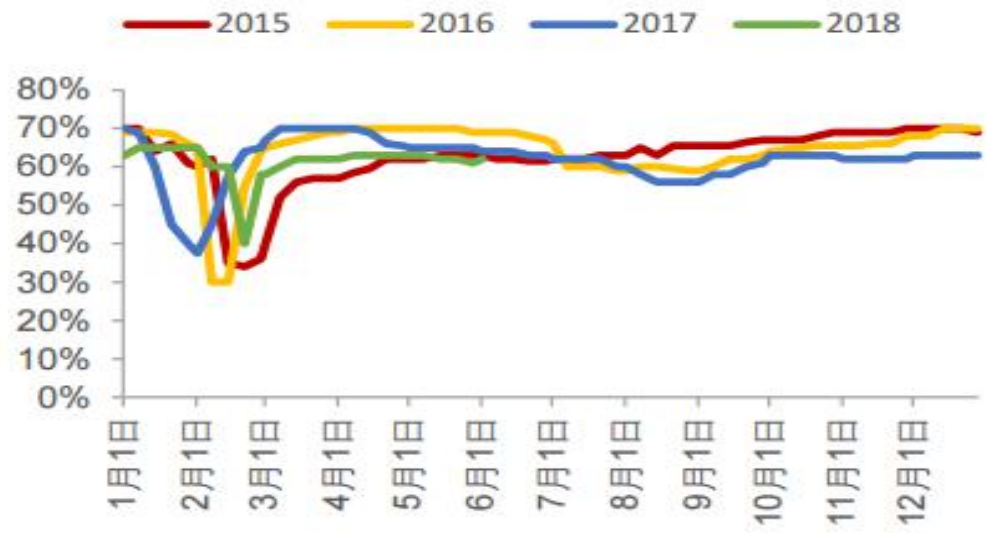
数据来源：卓创资讯、神华研究院

图 4-14：BOPP 开工率



数据来源：卓创资讯、神华研究院

图 4-15：塑编开工率

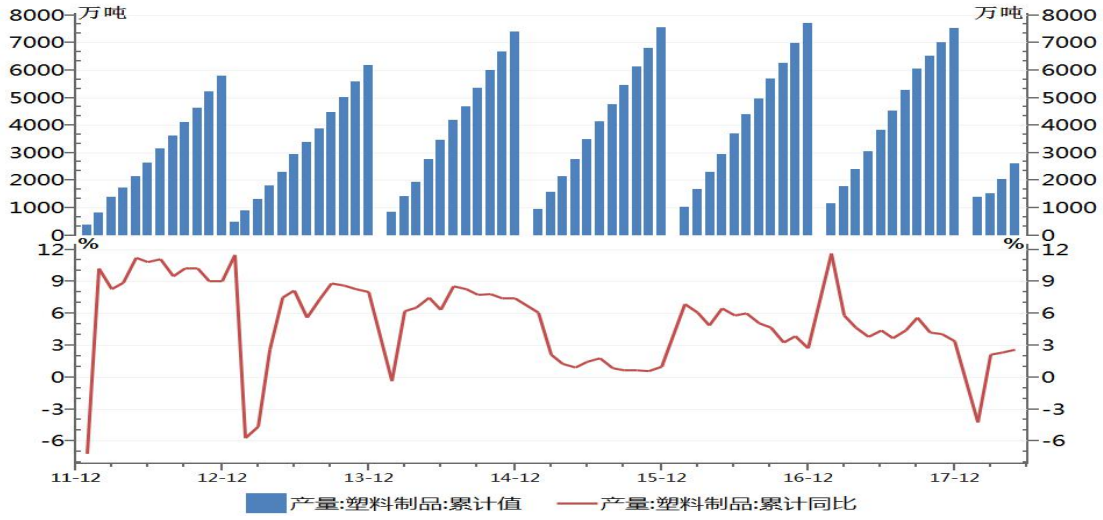


数据来源：卓创资讯、神华研究院

农膜开工率在 4 月份开始逐渐下滑，但在 6 月份降至年内低点后，下半年将呈逐渐回升态势；包装膜开工率在下半年基本持稳为主。BOPP 开工略降，6 月的降幅后降幅可能更明显些，塑编开工基本稳定。

(2)国内塑料制品及薄膜维持低速增长

图 4-16：中国塑料制品产量



数据来源：Wind、神华研究院

2018 年 1-5 月份，国内塑料制品产量累计 2605.8 万吨，同比增长 2.6%。1-4 月我国塑料薄膜产量累计 391.32 万吨，同比增长 2.85%。2018 年 1-4 月我国农用薄膜产量为 60.05 万吨，同比微跌 0.91%；2017 年我国农用薄膜产量为 197.34 万吨，同比增长 3.41%。下游塑料制品及塑料薄膜需求维持低速增长态势。

第五部分 2018 下半年行情展望及策略

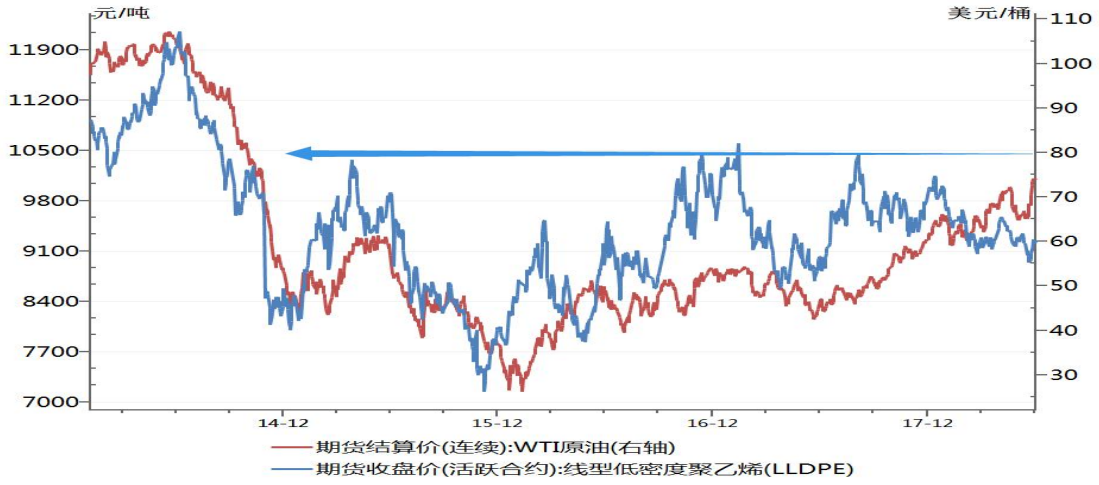
图 5-1：PTA 主力合约周 K 线走势图

资料来源：文华财经、神华研究院

成本方面，下半年全球原油市场的供需格局切换主要受欧佩克、美国及俄罗斯等几大主产国原油产量增、减情况的影响。在增产与减产、多空因素交织博弈的过程中，预计下半年美国油价很可能在 65-80 美元/桶区间宽幅震荡；对应的 PTA 成本区间大致在 5300-5700。

PTA 供需方面，下半年 PTA 装置检修较少且较为分散，后续供应趋向回升；而下游聚酯负荷率维持在相对高位，上升空间不大，同时下半年终端服装出口大概率维持偏低增速，下半年需求端利好支撑有限。下半年 PTA 供应会有所回升，需求持稳为主，供需趋向平衡。综上所述，PTA 下半年很可能维持高位区间震荡走势，震荡区间参考 5300-6100，建议期价在 5500 以下逢低偏多参与，6000 以上逢高减仓或止盈，依附区间上下沿波段操作。

图 5-2：LLDPE 现货价与油价相对价格



资料来源：文华财经、神华研究院

成本方面，下半年美国油价很可能在 65-80 美元/桶区间宽幅震荡，当前聚烯烃相对油价较为合理，所以下半年成本端对聚烯烃利好支撑有限。PE 供需方面，因国内 PE 供应缺口仍高达 40%左右，所以国内产量供应压力不大，后续重点关注进口利润打开后进口量的增减。需求方面，下半年农膜开工率会逐渐上升，但包装膜持稳为主，整体来看 PE 需求下半年趋向转好。综合油价及供需面来看，基本面中性略多令其难走出趋势性行情，下半年 PE 期价震荡区间会有所上移但幅度有限，震荡区间参考 8800-10000，建议期价在 9000 以下逢低偏多参与，9500 以上逢高减仓或止盈，依附区间上下沿波段操作思维参与。

PP 走势与 PE 类似，成本端油价对 PP 期价利好提振有限，国内供应和需求皆维持低速增长，同时国内价格大幅低于国外价格，所以下半年进口量增减波动不大，再加上下游需求较为稳定季节特征不明显，基本面总体为中性。综上所述，预计 PP 下半年也难走出趋势性行情，估计将延续在上半年 8500-9500 区间震荡徘徊，建议仍是波段思维参与，在 8800 之下逢低偏多参与，反弹至 9300 以上减仓或止盈；空头在区间上沿附近逢高偏空参与，回调到 8900 之下逢低止盈。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归神华研究院所有。在未获得神华研究院书面授权下，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“神华研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。投资有风险，入市须谨慎！