

主要结论

供应方面：目前中东局势预期缓和，美伊谈判正在有序推进，霍尔木兹海峡通航增加，原油及化工原料供应逐步恢复，冲击最严重的窗口已经过去，聚烯烃停车装置开始重启，中长期看供应进入修复通道。当然，地缘的复杂多变性仍然存在，双方在部分协议内容上仍有分歧，海峡完全恢复通行及炼厂检修回归需要时间兑现，远期合同约定价逻辑或仍有摇摆，且出口边际影响预期减弱，关注美伊和谈进展。

需求方面：卓创统计PE农膜、包装膜开工率分别为17%、49%，低压下游开工率在36%-46%之间。目前农膜需求处于淡季，新订单跟进寥寥，中小工厂多数进入停机状态，6月行业负荷将降至年内谷底，7月需求开始逐步回升。包装膜企业接单不足，生产毛利被动压缩，负荷降至历史同期低位。不过，目前下游原料及成品库存偏低，随着地缘局势缓和，原油价格高位回落，终端需求有望正常释放，关注后续下游库存回补情况。

成本方面：5月中上旬地缘预期摇摆，国际原油价格高位宽幅震荡，布油07合约创下冲突爆发以来新高115.3美元/桶，强势油价给予化工品有力的成本支撑。下旬美伊和谈传出乐观信号，外媒称双方有望达成备忘录协议，且霍尔木兹海峡通航量增加，原油及化工原料供应预期改善，布油快速回落至90美元/桶附近。外交谈判成为市场共识，中东局势大方向趋于缓和，原油价格重心整体回落，化工品成本重心下移，但供应链恢复仍需要时间，近远月定价逻辑存在博弈预期，关注地缘局势变化。

综上所述：长期看地缘局势缓和成为市场共识，原油价格重心逐步回落，化工品成本重心跟随下移，供需基本面定价逻辑有望回归，但需注意国内外供应链恢复速度的差异可能引发品种间走势分化，关注后续美伊谈判进展。短期看市场供需双弱，下游负反馈矛盾积累，但原料及成品库存低位，聚烯烃高位震荡仍有反复。

风险提示：地缘冲突结束、原油价格大跌、需求负反馈加大。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116号

分析师：贺维

从业资格号：F3071451

投资咨询号：Z0011679

电话：0755-23510000-301706

邮箱：15098@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

5月聚烯烃高位震荡回落。宏观方面美伊重启谈判，中东地缘局势缓和，原油价格高位大幅回落，油化工成本重心明显下移。同时，霍尔木兹海峡通航预期恢复，亚洲炼厂原料供应增加，国内检修装置部分重启，市场供应有所增加，而下游需求处于淡季，行业负荷持续下滑，工厂原料维持低库存。

图 1: 塑料主力基差



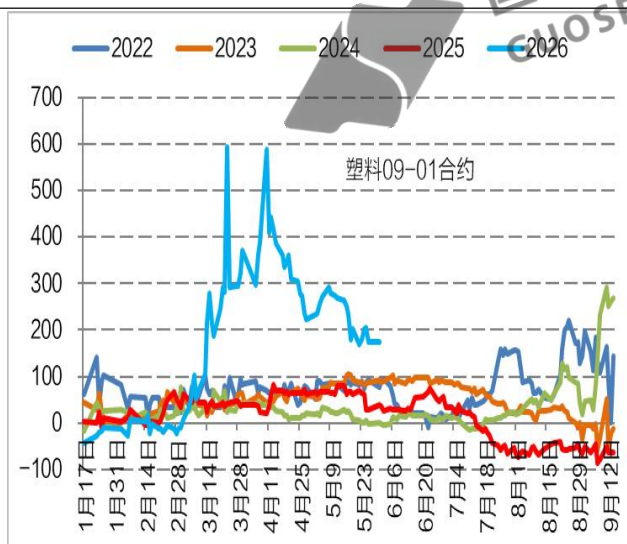
数据来源: wind, 国信期货

图 2: PP 主力基差



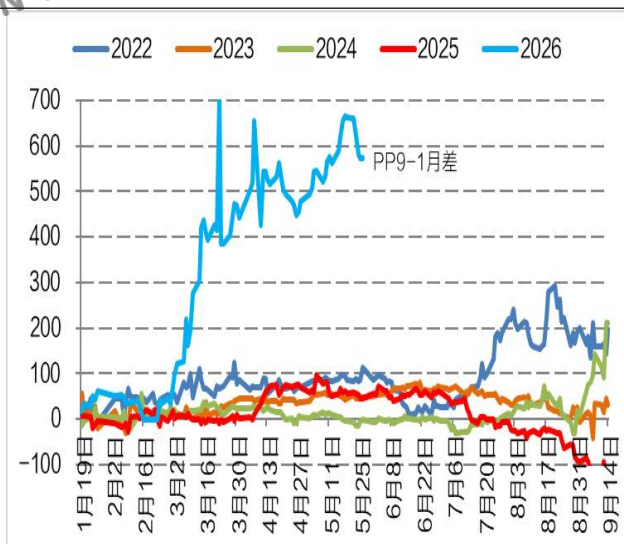
数据来源: wind, 国信期货

图 3: 塑料月间价差



数据来源: wind, 国信期货

图 4: PP 月间价差



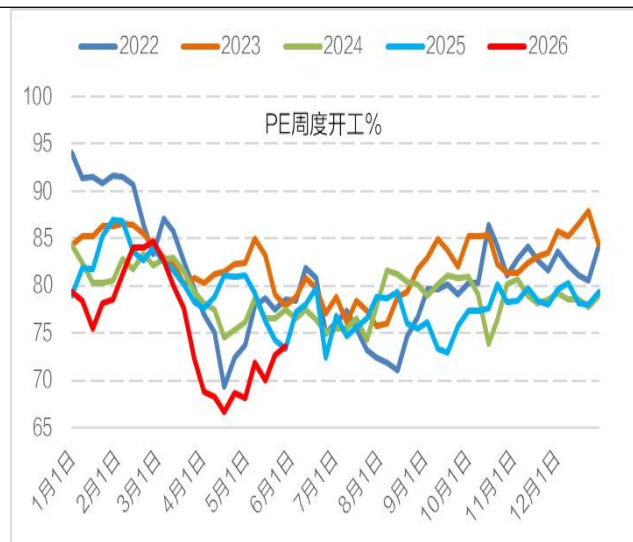
数据来源: wind, 国信期货

二、基本面分析

1. 国内产量预期逐步回升

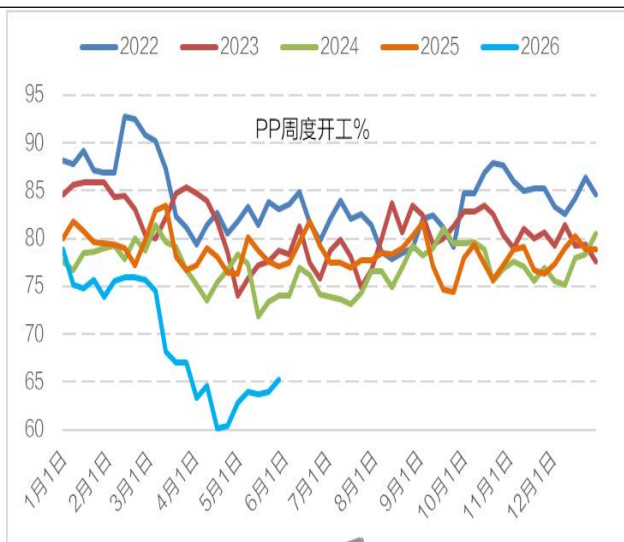
5月国内装置检修减少。月内美伊和谈预期乐观，霍尔木兹海峡通行量增加，原料紧缺问题边际改善，供应冲击最严重阶段已经过去，国内装置负荷低位缓步回升，聚烯烃产量环比增加。据卓创统计，截至5月30日PE、PP周度开工率分别为73.7%、65.2%，环比4月底分别提升5.4个、2.4个百分点。

图 5: PE 周度开工率 (%)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

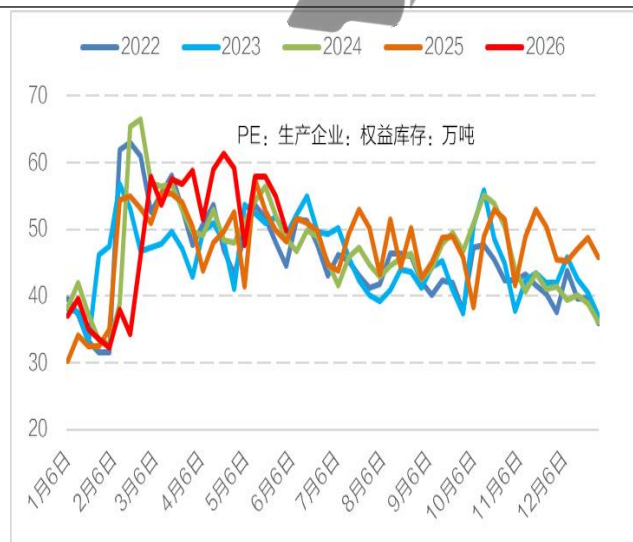
图 6: PP 周度开工率 (%)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

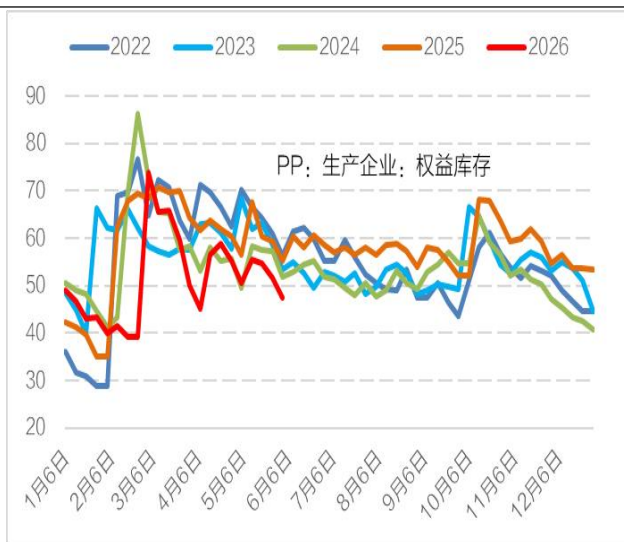
由于国内装置集中检修，产量较年初高位收缩明显，五一假期石化累库幅度不大，而下游受高油价抑制需求疲弱，工厂补库意愿较低，原料库存持续低位，聚烯烃现货成交气氛偏弱，生产企业库存去化节奏较慢。据卓创统计，截至5月30日PE、PP生产企业库存分别为46.7万吨、47.4万吨，较节后首周分别减少6.1万吨、8.2万吨。

图 7: PE 生产企业库存 (万吨)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

图 8: PP 生产企业库存 (万吨)



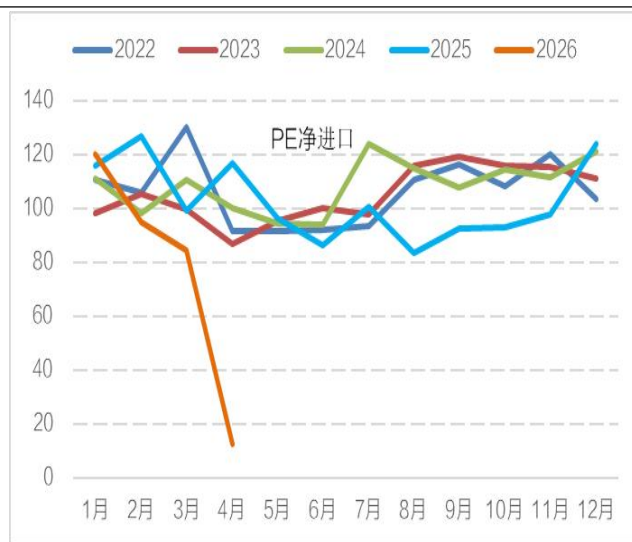
数据来源: 卓创, wind, 国信期货

目前中东局势预期缓和，美伊谈判正在有序推进，霍尔木兹海峡通航增加，原油及化工原料供应逐步恢复，冲击最严重的窗口已经过去，聚烯烃停车装置开始重启，中长期看供应进入修复通道。当然，地缘的复杂多变性仍然存在，双方在部分协议内容上仍有分歧，海峡完全恢复通行及炼厂检修回归需要时间兑现，远期合约定价逻辑或仍有摇摆，关注美伊和谈进展。

2. 内外价差收窄，出口边际影响减弱

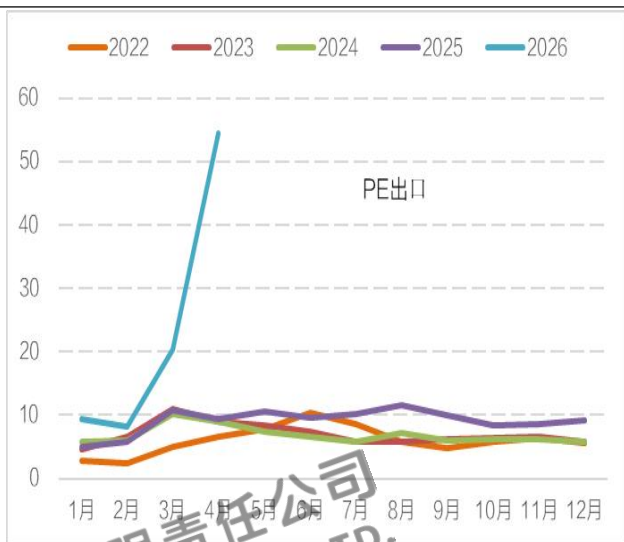
海关数据，4月PE进口67.2万吨，同比减少46.7%，出口54.5万吨，同比增长484.1%，净进口12.7万吨，同比减少89.2%。4月美伊局势持续拉锯，国际油价宽幅震荡，海峡通航受阻的破坏力放大，海外PE供应进一步收紧，出口窗口持续打开，导致4月PE进口量显著下滑，而出口市场爆量增长。随着地缘因素降温，海外供应预期恢复，进口市场将逐步修复，出口量预计见顶回落，关注内外价差变化。

图9：PE月度进口（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

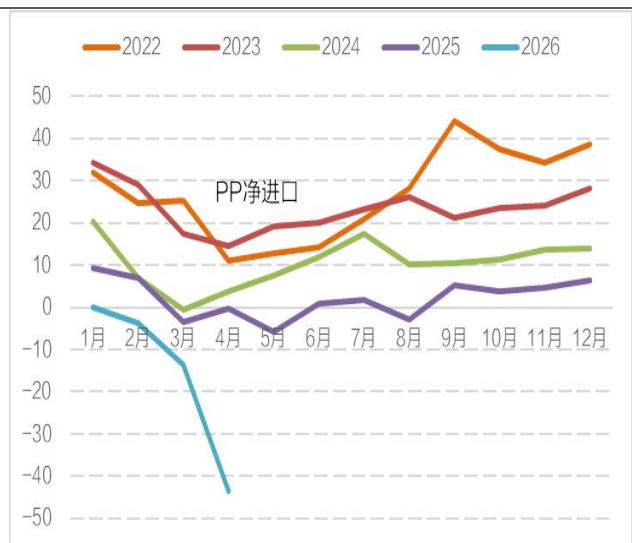
图10：PE月度出口（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

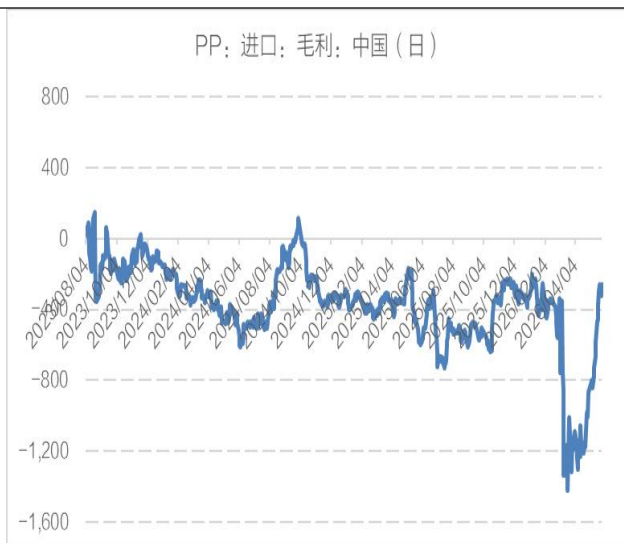
海关数据，4月广义PP进口20.5万吨，同比下降27.4%，广义出口63.9万吨，同比增长123.5%，净出口43.4万吨，同比增长11513.4%。霍尔木兹海峡通航改善，石脑油及丙烷供应预期好转，原料的地缘溢价回吐，PP海外市场报价下调，内外盘价差显著收窄，叠加东南亚需求好转有限，PP出口订单成交转弱，6月PP净出口量预期回落。

图11：PP月度净进口（万吨）



数据来源：卓创，wind，国信期货

图12：PP进口盈亏（元/吨）

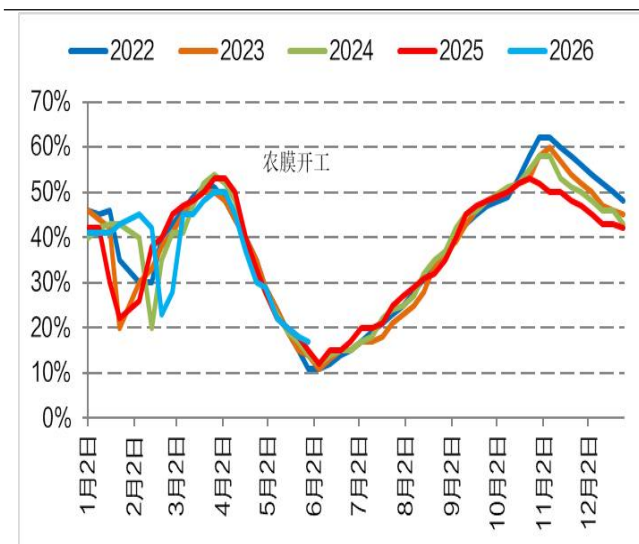


数据来源：卓创，wind，国信期货

3. 关注下游原料及成品库存回补

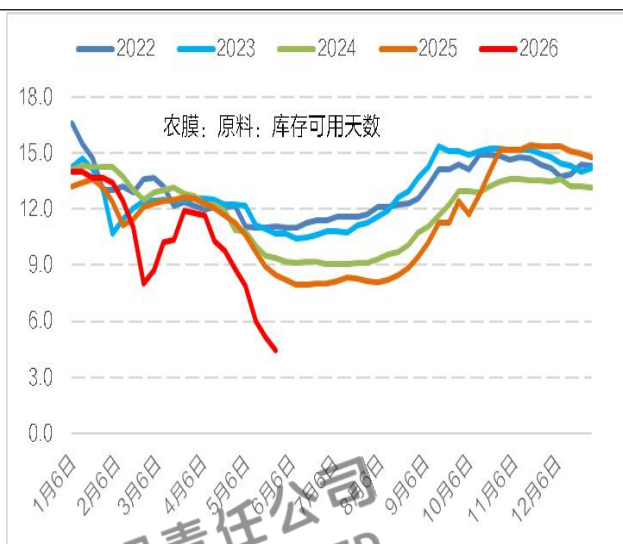
截至5月30日，卓创统计PE农膜、包装膜开工率分别为17%、49%，低压下游开工率在36%-46%之间。目前农膜需求处于淡季，新订单跟进寥寥，中小工厂多数进入停机状态，6月行业负荷将降至年内谷底，7月需求开始逐步回升。包装膜企业接单不足，生产毛利被动压缩，负荷降至历史同期低位。不过，目前下游原料及成品库存偏低，随着地缘局势缓和，原油价格高位回落，终端需求有望正常释放，关注后续下游库存回补情况。

图 13: PE 下游农膜开工率



数据来源：卓创，wind，国信期货

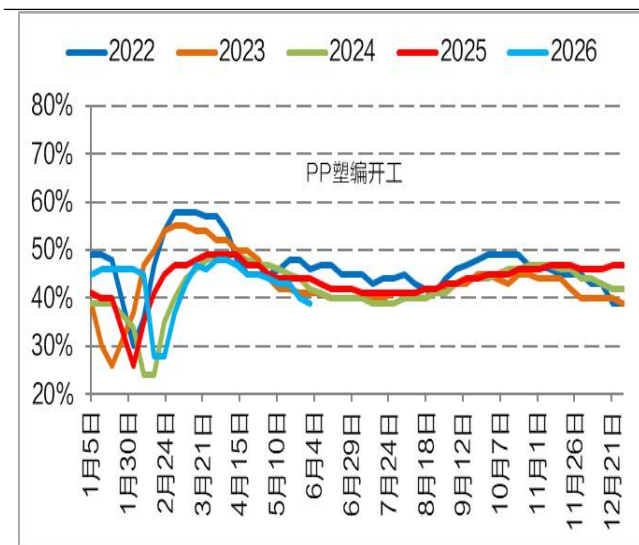
图 14: 农膜原料库存



数据来源：卓创，wind，国信期货

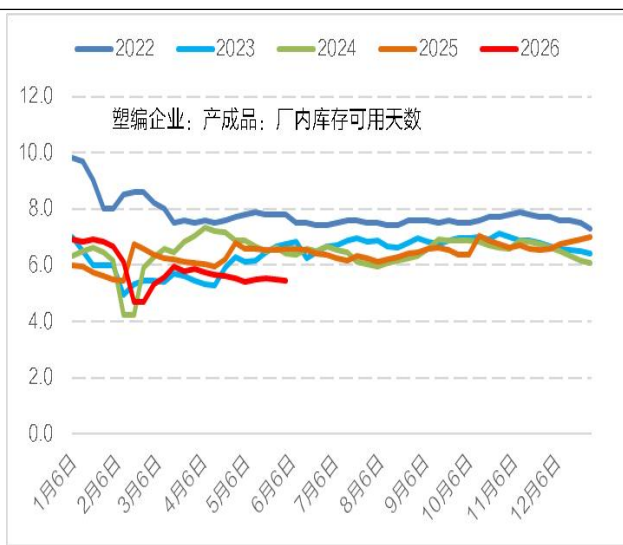
截至5月30日，卓创统计PP下游塑编、BOPP、注塑及改性负荷分别为39%、36%、41%、60%，分别较4月底下降5、11、4、11个百分点。由于原料价格持续高位，下游成本传导受阻，企业生产毛利承压，同时随着国际油价回落，市场恐跌情绪升温，为规避库存贬值风险，工厂原料补库意愿较低，多数维持刚需采购，需求负反馈矛盾有所增强。

图 15: PP 下游塑编开工率



数据来源：卓创，wind，国信期货

图 16: 塑编成品库存



数据来源：卓创，wind，国信期货

4. 地缘预期缓和，油化工成本重心下移

5月中上旬地缘预期摇摆，国际原油价格高位宽幅震荡，布油07合约创下冲突爆发以来新高115.3美元/桶，强势油价给予化工品有力的成本支撑。下旬美伊和谈传出乐观信号，外媒称双方有望达成备忘录协议，且霍尔木兹海峡通航量增加，原油及化工原料供应预期改善，布油快速回落至90美元/桶附近。外交谈判成为市场共识，中东局势大方向趋于缓和，原油价格重心整体回落，化工品成本重心下移，但供应链恢复仍需要时间，近远月定价逻辑存在博弈预期，关注地缘局势变化。

图 17: 聚烯烃与原油价格 (元/吨)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

图 18: PP 生产毛利 (元/吨)



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

5. 品种间价差低位震荡修复

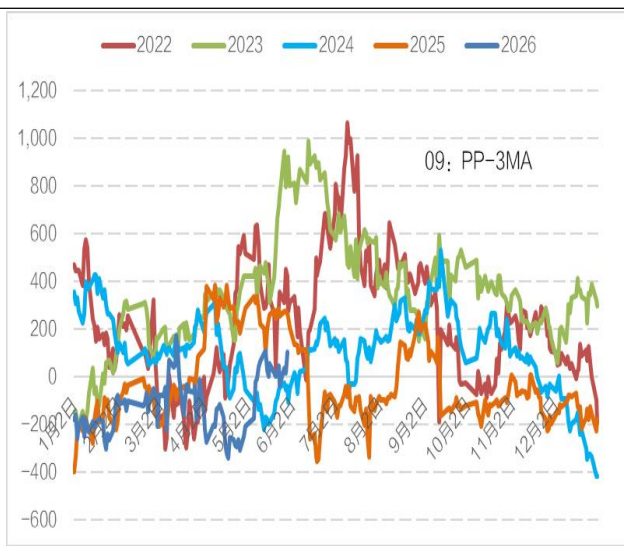
5月中上旬LP价差持续下挫，华东现货价差接近-1500元/吨，期货主力2609合约价差最低探至-917元/吨。进入下旬后，随着地缘局势预期缓和，上游原料价格回落及供应链预期恢复，PP内外盘价格快速收窄，LP价差也逐步企稳后震荡回升。另外，由于甲醇到港预报增加，5月甲醇市场震荡承压调整，而PP-3MA价差也自低位震荡走扩。

图 19: L/P 价差



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

图 20: PP-3*MA 价差



数据来源: 卓创, wind, 国信期货

三、结论及建议

供应方面：目前中东局势预期缓和，美伊谈判正在有序推进，霍尔木兹海峡通航增加，原油及化工原料供应逐步恢复，冲击最严重的窗口已经过去，聚烯烃停车装置开始重启，中长期看供应进入修复通道。当然，地缘的复杂多变性仍然存在，双方在部分协议内容上仍有分歧，海峡完全恢复通行及炼厂检修回归需要时间兑现，远期合同约定价逻辑或仍有摇摆，且出口边际影响预期减弱，关注美伊和谈进展。

需求方面：卓创统计 PE 农膜、包装膜开工率分别为 17%、49%，低压下游开工率在 36%-46% 之间。目前农膜需求处于淡季，新订单跟进寥寥，中小工厂多数进入停机状态，6 月行业负荷将降至年内谷底，7 月需求开始逐步回升。包装膜企业接单不足，生产毛利被动压缩，负荷降至历史同期低位。不过，目前下游原料及成品库存偏低，随着地缘局势缓和，原油价格高位回落，终端需求有望正常释放，关注后续下游库存回补情况。

成本方面：5 月中上旬地缘预期摇摆，国际原油价格高位宽幅震荡，布油 07 合约创下冲突爆发以来新高 115.3 美元/桶，强势油价给予化工品有力的成本支撑。下旬美伊和谈传出乐观信号，外媒称双方有望达成备忘录协议，且霍尔木兹海峡通航量增加，原油及化工原料供应预期改善，布油快速回落至 90 美元/桶附近。外交谈判成为市场共识，中东局势大方向趋于缓和，原油价格重心整体回落，化工品成本重心下移，但供应链恢复仍需要时间，近远月定价逻辑存在博弈预期，关注地缘局势变化。

综上所述：长期看地缘局势缓和成为市场共识，原油价格重心逐步回落，化工品成本重心跟随下移，供需基本面定价逻辑有望回归，但需注意国内外供应链恢复速度的差异可能引发品种间走势分化，关注后续美伊谈判进展。短期看市场供需双弱，下游负反馈矛盾积累，但原料及成品库存低位，聚烯烃高位震荡仍有反复。

风险提示：地缘冲突结束、原油价格大跌、需求负反馈加大。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。