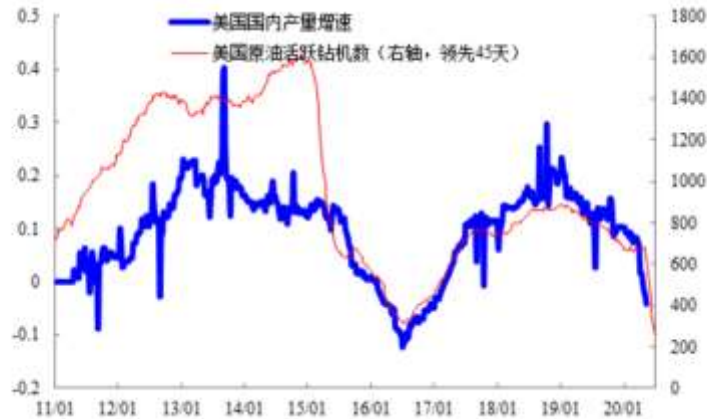


化工周报

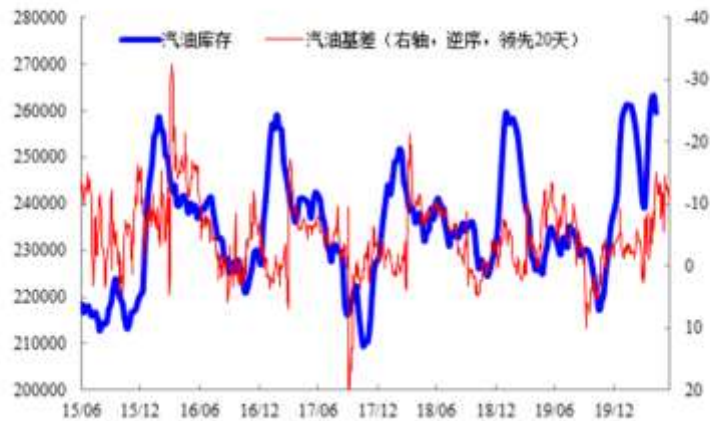
原油

下周WTI06合约到期再次重演负油价的概率不大

从当周美国市场供需状态来看，供应端的回落环比略变快：5月8日当周美国原油需求下降30万桶/日至1160万桶/日。虽然除了第一周产量下降幅度很大后面都在以缓慢的速度将产量，但从4月份到现在美国国内原油产量回落整体也回落了140万桶/日。另外前段资本开支的大幅收缩还在持续，截止到本周六数据，美国原油活跃钻机数下降至250+台左右，和3月份底680+台的钻机数相比已经下降接近2/3的量。

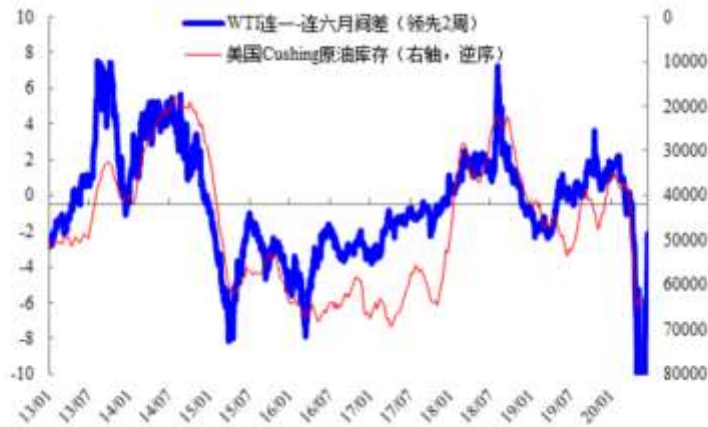
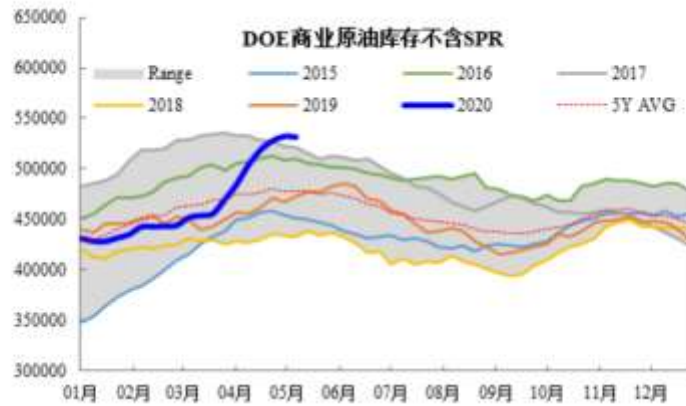


在WTI原油价格快速反弹的过程中，炼厂原材料的成本抬升，最近汽油的利润有所小幅回落。但其实随着4月底开始美国各州的逐步复工，本周车用汽油消费在本周持续反弹，汽油基差处于小幅震荡状态。5月份美国复工可能更像国内2月中旬至3月中旬的状态，会比较缓慢。预计6月开始需求对于原油基本面的改善会更快。但在目前复工恢复的节奏中本周美国CDU装置检修量已经开始出现回落。预计下周公布的美国炼厂开工率会回升比较明显。





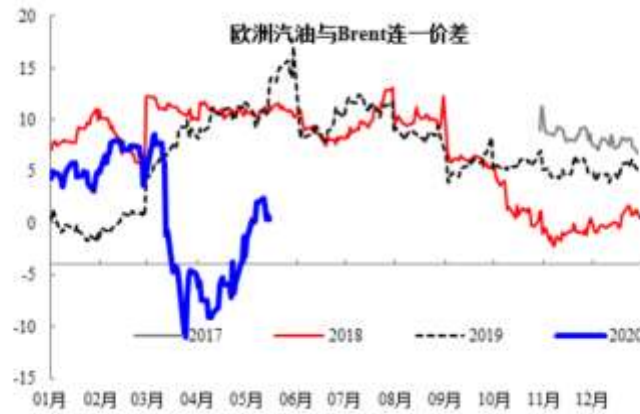
供需边际改善的情况下5月8日当周的原油商业库存出现了过去2个月以来首次去化的状态，同时WTI交割地库欣地区原油库存也在本周公布的数据中开始下降。库存数据的公布实际上略滞后的，但如果看周五收盘后WTI07-06合约的月间差迅速收窄到0.13美金（后面几个合约的月间差也基本上在0.5美金左右），前段已经几乎要转为backwardation结构。月间差的收窄意味着库欣地区原油库存的压力在逐渐释放。下周WTI06合约将面临合约到期，截止到周五收盘06合约单日建仓接近6万手至75000多手持仓，持仓量和一个月以前05合约在到期日前一天还有10万手的状态相比下降更快。因此从合约流动性和未来一个月06交割时面临的库容压力相比和一个月以前都有了明显改善。我们倾向于认为再出现负油价逼仓现象的概率不大。



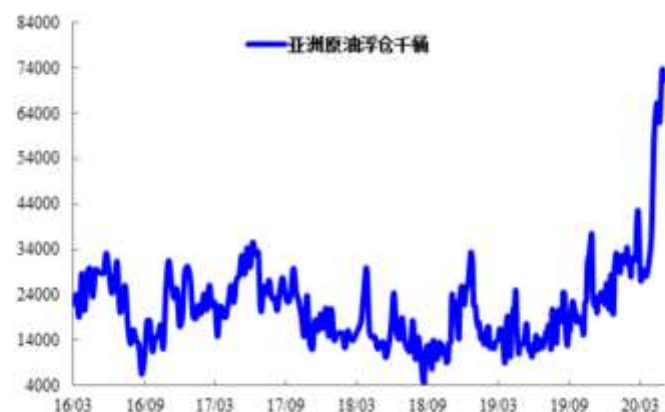
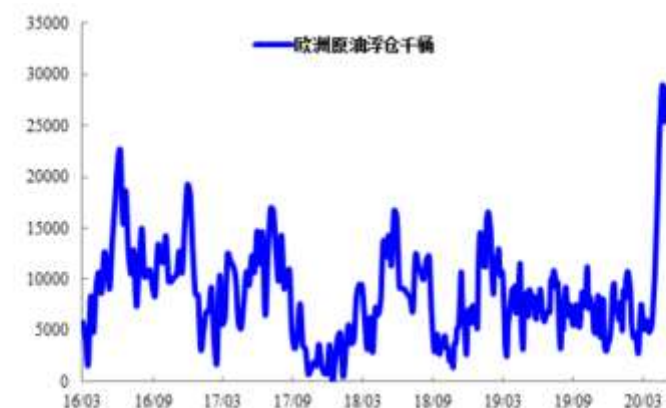
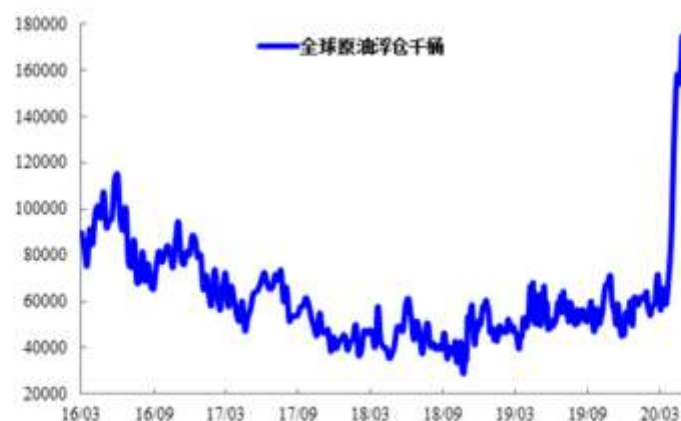
非美市场的平衡表存在需求恢复和浮仓释放的博弈

观察到在非美市场供应收缩更加明显的情况下，Brent上涨的幅度实际上并没有WTI更大。对此我们认为一方面WTI所表征的美国市场和北美市场相比更狭小，因此价格对于供应和需求的边际改善会更敏感一些。而另外一方面非美市场在演绎需求恢复和浮仓释放的博弈。

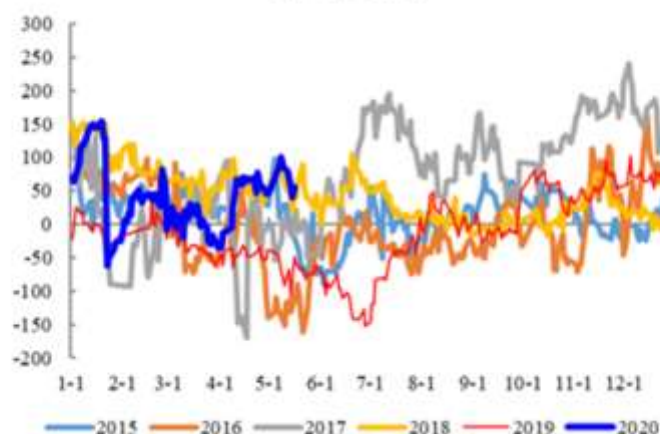
本周欧洲市场需求的恢复似乎有所加速：欧洲各国复工是计划的，例如会明确规定几号复工什么行业。前两周在欧洲炼厂CDU装置检修量回落（炼厂开工率回升）的情况下下游复工对成品油需求回归的速度跟不上炼厂开工所增加的成品油供应，因此成品油库存过去两周还是大幅累积的，但本周这一状态又有所改变。后续要关注这种需求恢复的加速能否持续。本周欧洲和亚洲炼厂汽油利润小幅回落，其中亚洲炼厂的利润回落的幅度较小并且在后半周有反弹。



非美市场的需求在恢复（主要是欧洲和亚洲），但同时随着一个月以前的super contango逐渐收窄到现在几乎前段要转backwardation结构，用VLCC做浮仓囤油经济性越来越差，全球海上原油浮仓的高点基本已经见到，从我们统计这个口径来看，本周原油浮仓从上周1.74亿桶的高点回落1700万桶左右至1.57亿桶的水平，其中欧洲和亚洲的浮仓都在下降，浮仓的下降会对于现货市场造成压力，从区域结构来看，这导致了最近Brent月差收窄的速度不如WTI那么快；但既然月差还能继续收也意味着目前原油需求是可以消耗掉小幅像现货市场释放的库存压力的。只要这种速度是匹配的，原油价格向上的方向还是不会改变。不像2016年需求对于库存消化能力不及浮仓释放对现货市场的压力，最终造成油价反弹后二次下跌。



泰标加工利润



91在短期看不到继续走扩的迹象，基本处于持稳的状态，05合约交割之后，摆在面前的其实非常现实，就是09上到底能不能看到期回归，这点也是现在市场比较关心的一个问题。

由于目前橡胶仍然是维持供过于求的状态，因此期现回归的大逻辑还是不变，但是不是一定会在09上看到回归？我们觉得可能不一定。

往年的期现回归体现的更多的是9月的交割压力，但从今年的情况来看，有两个变化，其一是由于原料分流和烟片进口窗口关闭的影响，仓单压力是处于历史低位的，接货压力并不是太大，其二是由于帮扶企业的政治任务，银行今年的低息贷款较多，变相帮助降低了持仓的资金成本。而且目前1400的91价差也完全可以做新老之间的套利，因此在9月的交割压力并不大，并不一定会看到期回归。

当然，这个思路目前也只是一个猜测的方向，毕竟现在才只有五月，在这个时间点去调研九月的接货意向也还是为时尚早，短期仍然需要关注疫情的变化。

9-1价差



混合-09

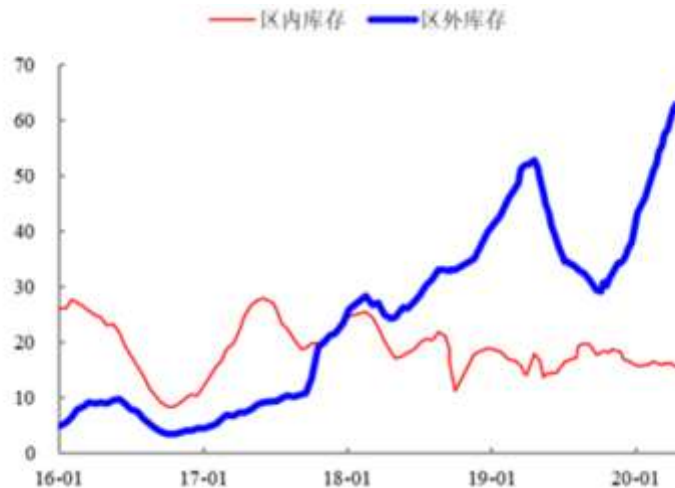


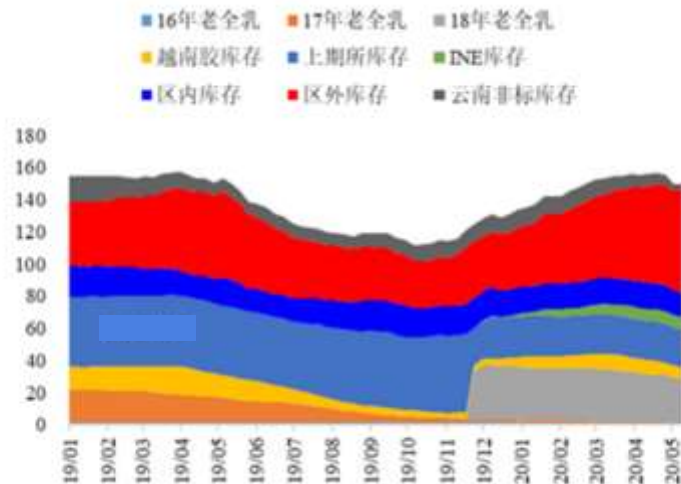
截至5月11日，国内可统计库存（除轮胎厂厂库）合计为149.9万吨，较上期基本持平。

区外库存又重新开始进入累库状态，如果从具体的分项情况来看，虽然主流库仍然维持入库大于出库的状态，但5月中下旬的入库计划已经开始减少，在海外没有出现明显放量的情况下，在5月可能可以看到区外库存开始出现去化。

但需要注意的是，目前库存的下滑并不代表库存的拐点已经出现，或者说是长期向好的依据，这个数据取决于你站的位置不同，可能会看到不同的解读，如果看环比，确实是出现了改善的迹象，但如果从同比来看，一方面去库的时间比往常晚，另一方面去库的量比往常少，从季节性来说，现在本就是季节性去库的时间，如果在这个时间再看不到去库，等后期东南亚供应放量，国内今年的库存可能会累到非常高的水平。

当然，这并不是说高库存下橡胶价格就走不出反弹的行情，考虑到国内套利盘的存在，可流通库存会比显性库存的量小很多，但同样也是因为套利盘的存在，在世界需求迅速下滑的情况下，大量的橡胶库存反而会向中国集中。





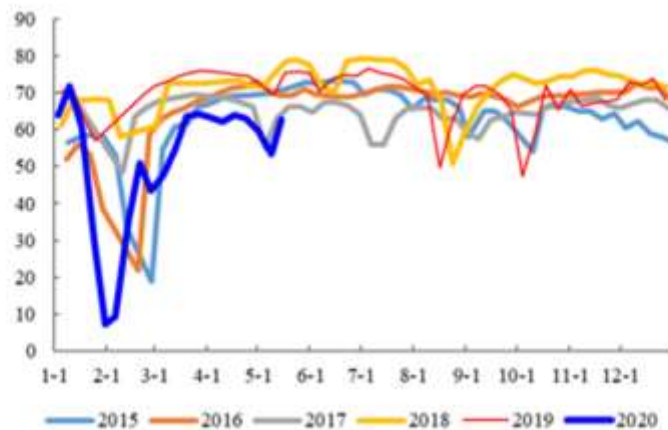
半钢经过前期停产检修去库后，开工已经开始恢复，但距正常水平仍有一定差距，头部工厂通过降价促销等方式抢占市场，并没有看到明显的降开工，而二线品牌压力相对较大，新增订单少，并不能支持高开工。

全钢开工回升较快，一方面停产工厂开工逐步恢复，另一方面也有部分工厂适度提产。

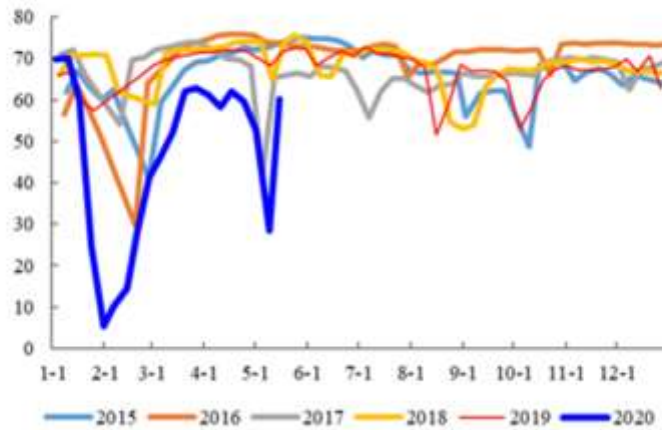
从船货延期的情况来看，疫情的影响主要还是集中在二季度，部分欧美工厂确实已经恢复开工，但开工不高，且目前仍以消化一季度无法延期的长约与现有库存为主，因此在原料采购上仍然没有看到明显的恢复迹象，据了解，最早回到市场采购的时间也要在7月。

需求如果要看到特别明确的改善，一方面就是工厂拿货增加，另一方面就是直供工厂的贸易商拿货增加，这两点是最有说服力的。

全钢开工率季节性



半钢开工率季节性



聚酯

核心观点

织造：织造端局部地区内销有所启动样本企业库存有所去化，环比小幅好转，但全国整体市场仍较为清淡，库存高企。海外疫情处于解封中，但回归正常仍需时间观察，海外新增订单有限。继续内销新增订单下达情况。

截止5月16日，盛泽地区样本企业库存下降至41天附近，市场货成交带动为主。

订单方面，本周内销市场成交有所恢复，但坯布贸易商订单恢复力度不强，下游开机恢复较慢，部分厂家关停自己部分机器维持运行。

本周染缸开机率小幅提升在66%左右，染厂市场货新增订单稍有改善。

聚酯：本周聚酯库存整体维持，聚酯整体库存压力一般，加权现金流中性，长丝终端需求仍较难流通，订单仍匮乏，短纤、瓶片维持健康状态，聚酯整体良好，短期维持高负荷运行。

聚酯分项产品中，长丝作为库存压力最大产品，在低价促销下，织造工厂积极补货，目前大厂产品库存进入合理区间，小厂库存相对更少，短期长丝暂无压力。短纤、瓶片基本面健康，聚酯整体运行良好，但长丝中期仍面临高库存压力，织造及终端库存高企情况难以消化，对长丝而言，行业现金流难言乐观。

TA/EG:下周是比较关键的一周，就像我们之前说的，5月合约结束之后，相对偏调整一些，至于下跌的深度肯定去取决于原油，整体的思路还是固体的情况好于液体，因为都是大投产的预期，两个品种都是天量的库存，比起仓储条件和仓储费而言固体的可承受性更大。

TA这边的话，整体的思路还是逢低去买，短期的话供需矛盾仍未改变，但是边际转好。最后等回调后买入，因为对于远月的原油也好或者说需求改善也好，整体偏正面，而且固体相对液体承受能力较大。本身PTA的供求关系还没到完全的库存拐点，但累库存的程度有所降低。

EG这边的话相对于现在的基本面而言目前仍是在我们的煤化工和油化工的成本线之间波动，上周接近我们之前预估的煤化工成本线（3800）就开始下跌，下周的话需要关注05合约结束之后带来的交易回调风险——1、上周的盘面上涨基差并没有跟随走强，现货压力其实仍是较大。未来到港量上来看，仍有不少货进来（如果这些货没有罐子的话将引发现货抛压）；2、需求端来看的话现在终端确实有边际的改善，但当前仍不足以改变终端高库存的局面；3、新增装置的投产（三宁）。

沥青

化工的整体观点

1、结合我们原油观点，绝对价格上化工品还是逢低做多的思路。伴随着原油和成品油供求格局的改善，化工品的成本重心跟随上移。但具体到特定化工品，供应有收缩的品种和原油的跟随性更强一些，而供应过剩、且本身加工费利润还高的品种，更多的是自身利润（比如PTA）被压缩。但即使如此，PTA-SC*5的价差在4月初和5月初两次探底已经反弹300左右。如果考虑到PTA巨大的社会库存和无风险的contango结构，说明这种反弹来自产业链内部超跌的反弹，比如NAP的利润修复，而不是PTA-PX环节的扩张

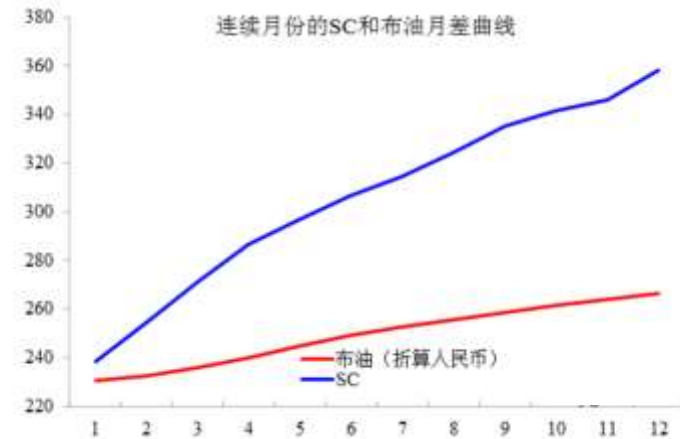
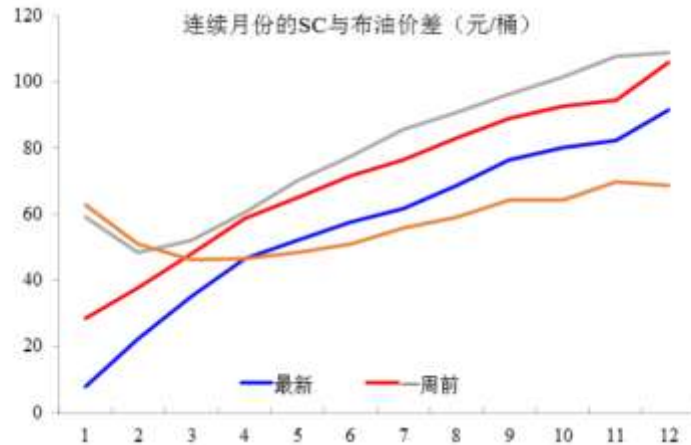
2、从需求端的情况而言，整体来说，外需尚未实质性恢复，但边际上出现了一些积极性的变化，比如来询盘的外商增多。另外，由于绝对价格低位外加资金宽松，整体的持货能力和持货意愿增加，因此高库存未必带来后续价格的崩盘。但可能会在未来形成持续上涨的阻碍，所以对于高库存品种，但供应有收缩上涨更确定一些。

3、从目前估值的角度，我们前期推荐的买化工空原油，现在的估值水平已经回到了3月初前期高点，后续想要持续往上，需要需求的实质的改善。另外可以赚的就是SC远月升水的钱。

4、最后提一下最近在几天在说的头盔逻辑。PP这块影响，请参考聚烯烃的部分。对于EB下游的ABS和PS的需求拉动——电动车的年销量大概在3000万/年的量级，保有量大概1.5-2亿的量级；大部分电动车已经搭配了头盔；头盔不完全是EB的下游做的；头盔中还含有一定的回料；最关键的是头盔与口罩的区别是，头盔是固定资产而口罩是消耗品。估计一次性需求量级在几万吨级，而EB的表现需求在1200万吨/年，最多几个百分点。从实际行情而言，我们仍然可以关注ABS等下游的开工率数据作为验证。

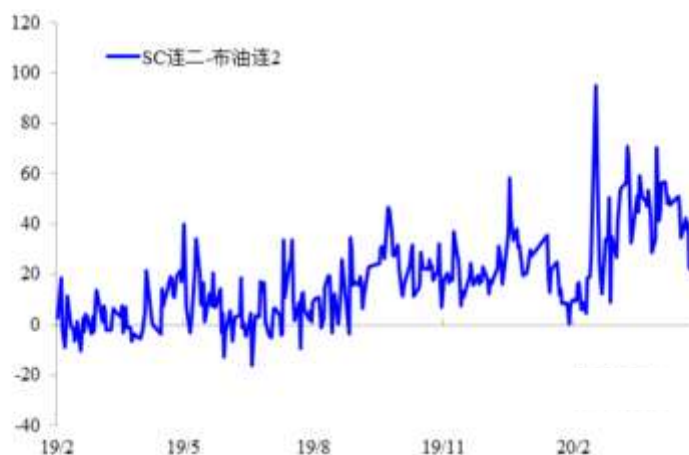
核心观点

首先我们看一下SC。现在SC呈现的特点是近端的内外盘价差收窄，远端仍然高估。这种远月的高估给了未来潜在的回归之后的交易机会。



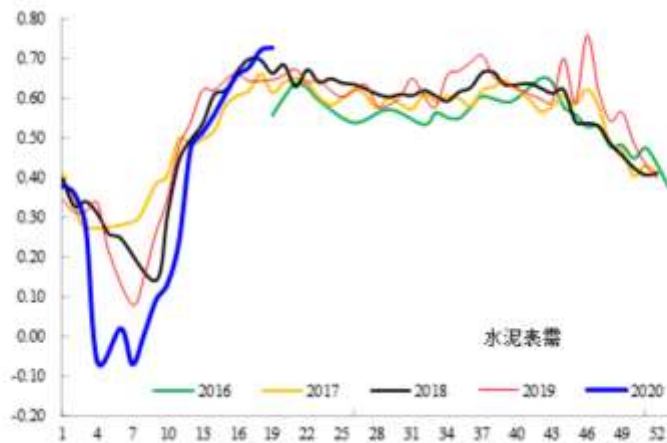
SC2007估值		
2020/5/14 15:00	价格	单位
Aug Oman	33.74	美元/桶
API调整	0.00	美元/桶
装港费	0.06	美元/桶
一程运费	1.48	美元/桶
保险费+损耗费	0.18	美元/桶
汇率	7.1193	/
港杂费	4.20	元/桶
15天仓储费	6.00	元/桶
交割费	0.00	元/桶
期货交易费	0.02	元/桶
出入库损耗	0.14	元/桶
品质升贴水	0.00	元/桶
SC理论价格	262.78	元/桶
SC现价	245.3	元/桶
现价-理论	-17.5	元/桶

从以上三张图中可以看出，SC近端的内外盘价差收窄可能的原因：1、提高SC的仓储费之后，SC的曲线明显陡峭化（特别是近端）；2、外盘的布油曲线明显走平；3、作为SC对标基准的中东油估值水平明显提升（比如表格里的阿曼8月原油）；4、因此得出的结论是：SC近端趋向合理甚至小幅低估，但远端的SC仍然高估。

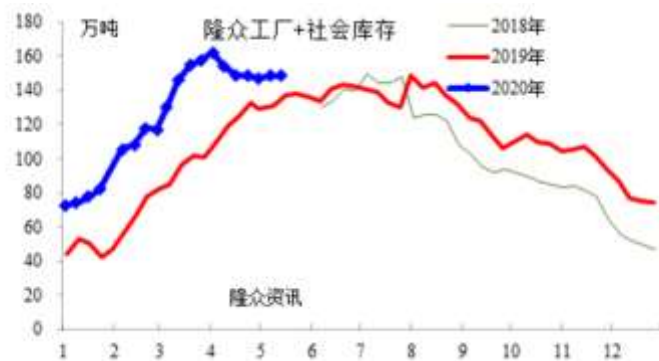
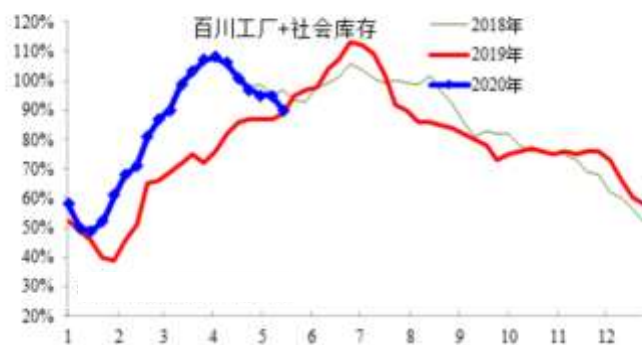


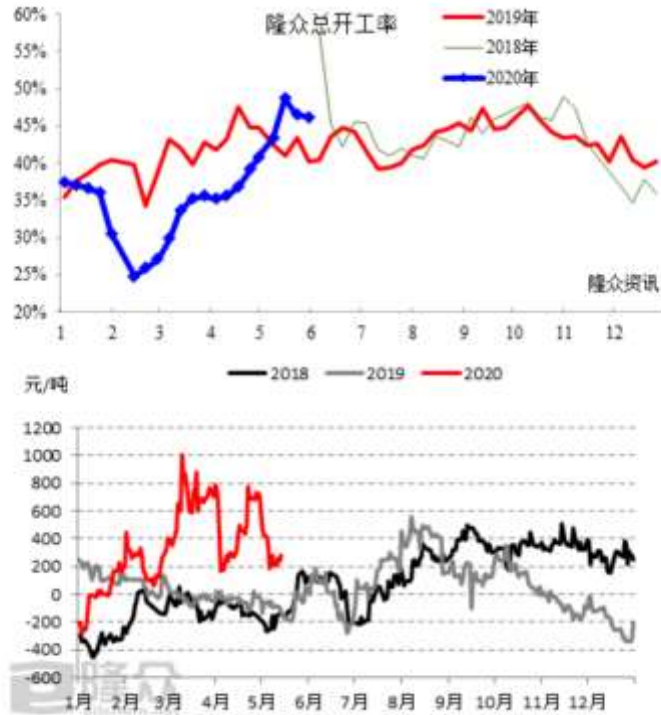
而从上图可知当初高估的近端SC已经在近期明显收缩，那么如果未来原油的供求关系有望改善的话，由此仓储和运费不会再次提升，那考虑买SC正套和买外盘远期布油空内盘SC的策略，风险点一来是原油的波动仍然比较大，二来是INE有可能会进一步上调仓储费。（尽管我们倾向于，即使再次上调仓储费，SC也未必一定走反套，因为远月的SC月差早就不按0.4的无风险去合计了）

接下来再看一下BU的相关数据，借用一张我司魏老师的水泥数据（包括螺纹表需也是类似），整体的一个赶开工、补需求的逻辑还是比较清晰的，余下的问题只是能不能够持续了。



所以再看上周BU的相关数据，依然比较强力。





现在BU的状态就属于开工已经比去年同期要高，但库存整体没有累积，就证明需求还是不错的。单纯从BU的理论利润而言非常的高，而且柴油的盈利情况也非常不错。这种状态是不是能够持续还是有待观察，但至少现在是强的，就不适合做空。操作思路没有什么变化，仍然是逢低做多BU-SC的12月。现在的价差比较中性。



甲醇

核心观点

本周甲醇价格震荡为主，一方面，下游抵触内地高价；一方面油价带动下化工品氛围有所转暖。未来看，需求弱勢下，下游很难消耗过高的原料成本，预计向上空间有限；但由于整体估值偏低，因此下方也有支撑，预计价格区间波动为主，倾向于重心上移，内地现货在1300-1500左右，港口现货在1500-1800左右的区间判断未改变。此外，伊朗低端货源对港口价格重心影响可控，过分解读容易导致对价格下行空间的误判。

上游厂家开工负荷回落

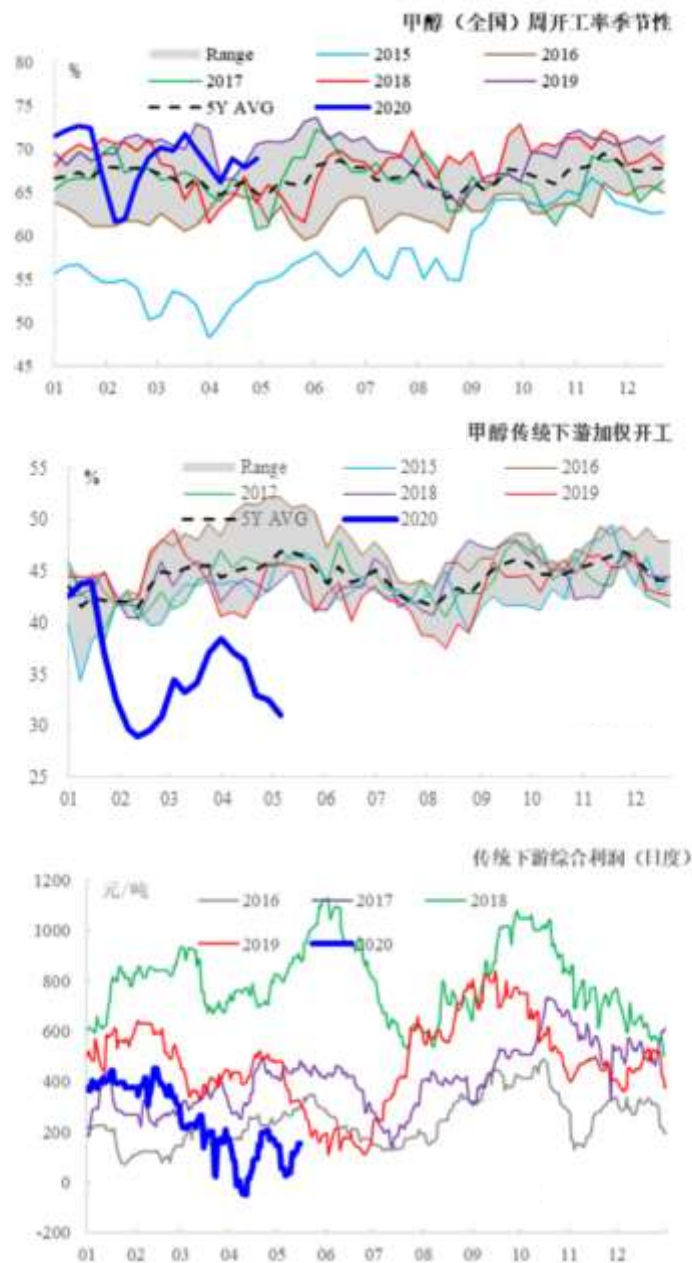
截止5月14日，内地开工负荷66.05% (-2.86%)，传统下游综合开工负荷31.14% (-1.34%)。

上周，内地价格回升到1450，较节前涨了80块，再加上运费涨了40，下游的送到成本增加了120元，除了贸易商补空，部分下游基本没有补货的；本周也出现了同样的现象，部分上游工厂由于库存偏低，继续顶价格，本周再涨30块到1480，但鲁北、鲁中北下游招标的价格只有1520左右，这个价格贸易商做送到都是亏损的，因此贸易商只能压内地的出货价格，因此我们看到了当下内地的价格回调了100多块，部分企业出货又回到了1350-1380，这个价格正好是招标-运费，因此，下游企业对上游定价的状态没有改变。

那么为什么下游招标价格给这么低？怎么破局？主要还是自身出了问题，在2-3月份疫情爆发的时候，我们认为传统下游需求有望在5月份回到正常的水平，但是现在来看，显然是不及预期的，当然我们此前就做出了修正，目前的开工负荷只有正常的75%左右，利润也处于低位水平，因此双重压力下，下游没有办法，只能把压力再次转移给上游，而买方市场下+上游开工又在回升，上游出货价格只能被动下调。

因此**未来内地的出货价格要上涨，核心还是要解决下游需求的问题**。而下游需求+利润的回升，需要看到的是内需+外需的双重走强。（部分传统下游如醋酸出口比例也能在20%以上）

价格方面，在下游需求没有回升的状态下，预计未来西北厂家出货价格在1300-1500区间摆动。



港口现实压力依旧较大

截止5月14日，港口库存继续增加3.9万吨至118.5万吨，主要还是滞港货物压力后延的问题。

从现实的角度来看，5月合约的交割量预计在26万吨以上，未来这部分货物流出，市场也会有一定的压力。此外，由于罐容较满以及滞期费较高，买家在库和提走的价格差异巨大，极端可以大到100元以上的差价，而百安和建滔库超期货物额外收取仓储费的执行也会加速货源的流出。

进口方面，5月上旬的船货相对集中一些，下旬开始预计将有所减少，**对于进口的问题，我们觉得有三点要关注一下，这或许会影响未来平衡表的预期**：一是，由于港口罐容紧张，很多贸易商反映未来的罐子不好订，这将导致合约量的被动减少；二是，由于很多船在太仓或者海上滞留了10几日甚至更长，会导致拉货周期延长，变相导致船的运输效率下滑，这也会影响6月份以后的进口；三是，四月份部分进口来自东南亚，未来外围恢复，这部分货源也会减少。

需求方面，MTO目前运行正常，但罐容依旧比较满，很难出现之前的周边市场扫货的行为；醋酸开工负荷出现了大幅下滑，主要是由于外需走弱的问题，**供需双弱下，考虑到港口罐容已满，预计港口平衡表累库速度将放缓。**



外盘价格方面，如何理解近期伊朗低端的货源？

本周伊朗货最低可以大到138美元，折人民币1200多元；同期非伊朗货源180多美元，折人民币1500多元，同样的中国到岸价，却差了300多元人民币。

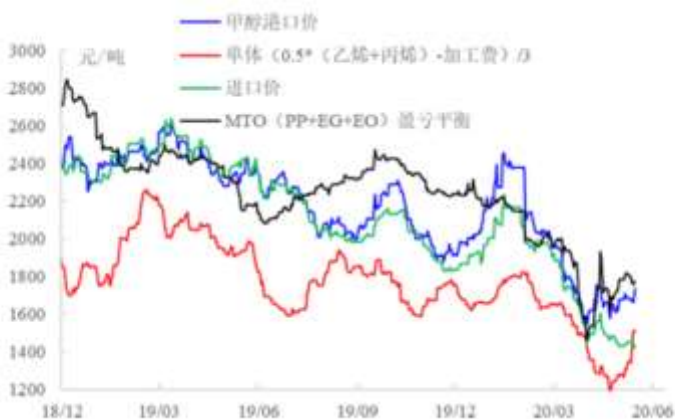
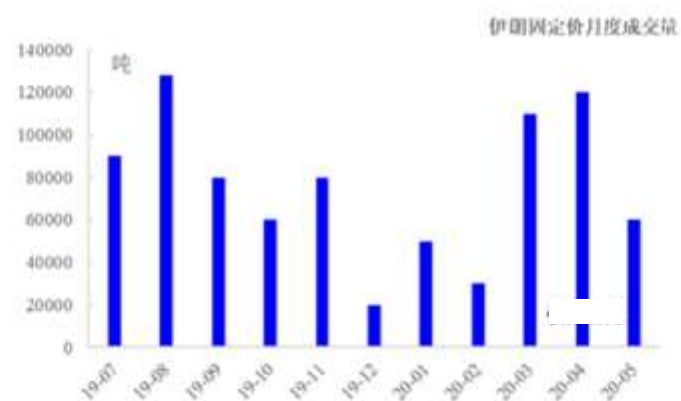
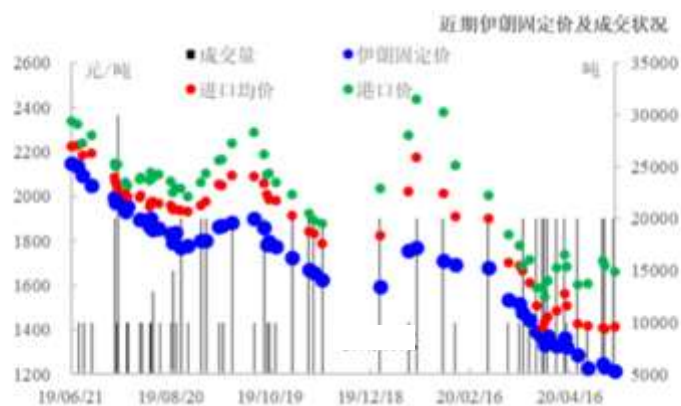
我们认为，**伊朗低价货对于港口绝对价格影响相对可控，以伊朗货作为价格的下边际容易造成对下行空间的误判。**

一是，由于美国对伊朗的制裁，银行授信受限，伊朗货的主要买家是印度和中国。印度每个月的甲醇进口量在16万吨左右，其中6成以上来自伊朗，我国每个月甲醇进口在100万吨左右，其中3成以上（加上别国抬头）来自伊朗。而在印度封城以后，这部分货源只能以比较低的价格发往国内，导致国内到岸的伊朗与非伊货源可以大到300元以上的价差。6月份以后，东南亚国家有望重启经济活动，这种状态将会缓解。

二是，伊朗低端货源的数量有限，权重不高，通过算术平均计算港口均价是有偏差的；此外，部分货物由于直接对接烯烃工厂，流通环节的量相对较少，而且极端低价多为做出来以拉低结算均价，因此整体的意义并不是很大。

因此，对于伊朗货的极端低价，我们认为对港口的绝对价格的影响相对有限，更多的会影响多空情绪。

整体来看，内地和港口供需依旧承压，向上的驱动不强，但由于价格偏低，因此往下的空间也有限。预计内地现货波动区间在1300-1500左右，港口现货在1500-1800左右，倾向于价格重心上移。



聚烯烃

核心观点

【热点解读】头盔对于PP需求的拉动

事件：近日，由公安部部署，全国各级公安机关执行“一盔一带”行动将在全国全年持续进行。骑电动车需强制佩戴安全头盔，6月1日起，全国大部分地区都将开始上路查处、落实查纠。由于部分头盔的制作材料是PP，市场关心其对于PP的需求拉动。

判断：头盔对于PP需求拉动应该在1%以内，影响相对有限。

测算过程：首先，每年全国电动车销量在3700万辆（按照雅迪的数据推算，雅迪2019年销量609万辆，除以16.6%市占率），再假电动车存量是年销量的3~5倍（假设3~5年换一辆电动车），则大致有1.5亿辆电动车，对应1.5亿只左右的头盔需求。每个头盔按1.5千克重（假设全部是PP做的），对应22.5万吨/年的需求，占PP总需求大约1%。

需要说明的是，制作头盔的材料，还有ABS，EPS，并非全部来自于PP，故而，头盔对应PP的需求增量应该小于1%，影响相对有限。

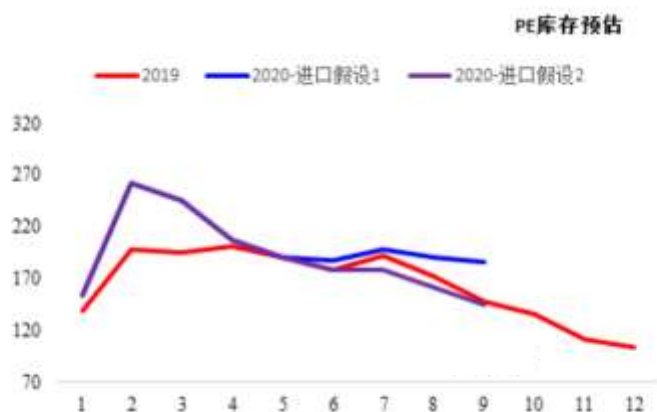
1. 聚烯烃09合约整体中性看待，节奏上预计先弱后强

PP：目前09前没有明确能投产的新增装置，若不考虑5~8月的新增投产，则09前供应增速测算在15%左右；需求端，目前很多证据显示，口罩产能已经达到10~15亿只/日，按照15亿只/日口罩产能测算，对应6.5%的新增PP需求。若口罩需求持续，PP需求增速或达14~15%（取8%的中性存量需求+6.5%的增量需求），与供给增速匹配。5~8月整体平衡偏中性。

需要说明的是，口罩需求也面临极大不确定性。今年以来，口罩产能增长大超预期，而目前口罩产业仍是暴利行业，利润驱动仍存在；但其面临较大的风险，口罩产能的大幅增长，绝大部分来自于假口罩，假口罩面临国内政策监管，以及出口风险。目前，美国取消了60余家口罩商在美国销售N95的紧急授权，口罩出口的问题正在发生，未来需要进一步观察。

PE：从09合约平衡表看，进口量可能成为关键。根据测算，若09合约前的进口增速达到10%，则国内去库顺利，若09合约前进口增速在15%，则较难顺畅去库。而过去三年进口增速均在20%左右，今年1季度的进口增速仅为-5%，进口量的实际变动可以非常大。进口量的变动足以改变国内的供需平衡。由于进口量的不确定性比较大，对于平衡表需要动态预估。目前能够比较确定的是，5~6月进口较多（来自于前期进口窗口打开，国内贸易商大量拿货），7月之后的进口量需要观察未来外盘价格，进口利润与实际到港情况。

对于聚烯烃总体而言，5~8月基本面偏中性看待，节奏上预计先弱后强。5月聚烯烃面临进口冲击，PP端还叠加了粉料供给增加与标品排产回升的压力，节奏上偏弱。而海外复工恢复带来的出口订单改善，以及外盘价格环比走高从而造成的进口减量可能在7月之后能够有明显体现。



注：进口假设1：5月进口150,6-9月进口量160，对应15%的进口增速。进口假设2：5-9月进口量均为150，对应9.8%的进口增速。

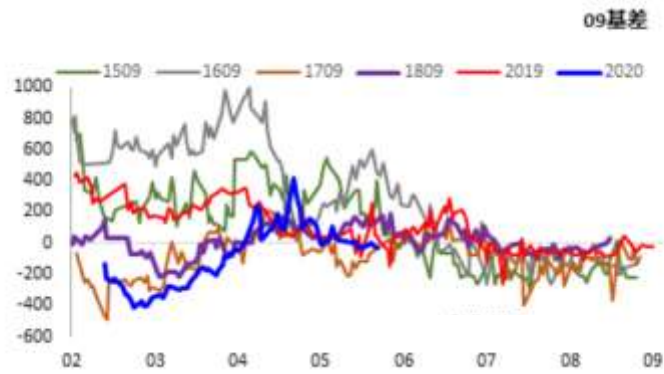
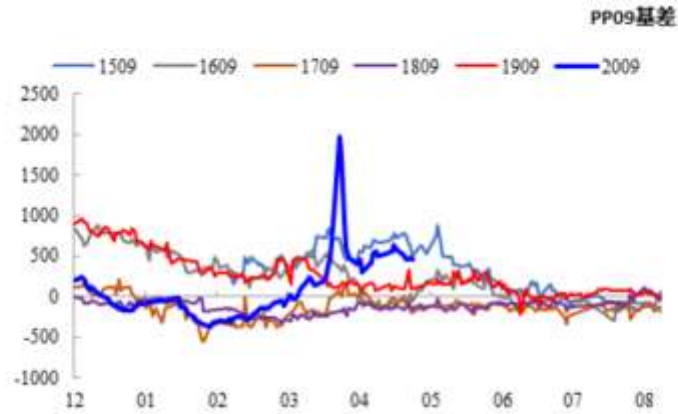
2. 目前已经看到基本面的环比走弱

从现货指标而言：

本周PP基差由09+500~550，走弱至09+400~450；PE基差由09平水~+30小幅走弱至09-30，近期基差走弱体现了现货的环比宽松。

库存角度，近期石化库存出现了去库略有不畅的现象，本周五石化库存86（-3），下周一石化库存预估90.5，处于历年同期高位。而中游库存端，最新的调研数据显示，社会库存也开始出现不同程度累积。

从供需指标而言：近期已经看到粉料开工率的明显上行，拉丝排产的快速回升。而中下旬的港口集中到港预计也将对现货端造成冲击。



3. PP盘面近期的核心在于丙烯

丙烯价格近期表现强势，目前按照丙烯价格推算PP下边际在7200左右（周六丙烯继续上涨100-150），盘面价格已经在丙烯对应下边际之下，这也是为什么这几天盘面价格难以顺畅下行的原因。预计近期PP盘面价格将紧贴丙烯对应成本波动。

