

2016-12-9

**能源化工篇**

**作者：余天兵**

**执业编号：F3015168**

**电话：021-60212719**

**微信：tobias-yu**

**邮箱：yutianbing@cnhtqh.com.cn**

恒泰期货2017年度投资报告

# 原油重心上移，化工易涨难跌

**摘要**

**原油**：原油处于全球供需再平衡进程中，40美元底部已经探明，在OPEC减产协议及消费国刚性需求的支撑下，2017年油价底部将逐渐抬升，但美国页岩油重启或限制油价的涨幅。预计油价将在50-75美元区间运行。

**天然橡胶**：全球供应增长有限，终端汽车及重卡市场因政策及老车更新等因素表现火爆，轮胎企业产销好转。天胶供需两端均走好，加上社会库存维持低位，2017年延续涨势，有望继续冲击27000一线。

**LLDPE/PP：**原油重心上移，烯烃成本支撑增强，同时下游制品及终端需求表现良好，行业总体库存维持低位，2017年延续补库存行情，但不断释放的新产能或限制涨幅，PP上方看11000一线，LLDPE上方看12000附近。

**其他化工品**：在原油的带动下，下游化工品整体成本上升。同时行业内整体库存较低，有望展开补库存行情。具体看，各品种目标位为：PTA上探7000点，甲醇触及3500点，沥青有望达到3500点。

**操作策略**

2017年，是原油企稳走强的一年，也是化工品补库存行情延续的一年。主基调仍然是多头市场。操作策略建议“长多短空”、“重多轻空”策略，总体仍以做多为主。

目录

[原油重心上移，化工易涨难跌 2](#_Toc469410182)

[一、原油价格重心上移 4](#_Toc469410183)

[1.1、 2016年原油价格探底完成 4](#_Toc469410184)

[1.2、2017世界原油供需再平衡 5](#_Toc469410185)

[1.3、油价40美元底部确认 6](#_Toc469410186)

[1.4、中国大量进口，印度需求高速 8](#_Toc469410187)

[1.5、“减产协议”执行效果存疑 8](#_Toc469410188)

[1.6、页岩油是油价反弹的拦路虎 10](#_Toc469410189)

[1.7、结论：油价缓慢抬升，涨幅有限 11](#_Toc469410190)

[二、天然橡胶全球供需转好，后市易涨难跌 12](#_Toc469410191)

[2.1、供应增长有限，总体货源偏紧 12](#_Toc469410192)

[2.2、天然橡胶进口低迷 12](#_Toc469410193)

[2.3、社会库存维持低位 13](#_Toc469410194)

[2.4、上期所老仓单出清 14](#_Toc469410195)

[2.5、下游轮胎表现良好 14](#_Toc469410196)

[2.6、终端汽车产销火爆 15](#_Toc469410197)

[2.7、结论：供需格局好转，后市仍存上涨空间 16](#_Toc469410198)

[三、聚烯烃库存低位，但下游需求支撑 17](#_Toc469410199)

[3.1、新产能陆续释放 17](#_Toc469410200)

[3.2、终端需求表现良好 18](#_Toc469410201)

[3.3、下游制品利润回升 19](#_Toc469410202)

[3.4、社会库存低位 20](#_Toc469410203)

[3.5、结论：需求支撑，行业补库存提升价格 20](#_Toc469410204)

[四、化工板块易涨难跌 21](#_Toc469410205)

## 一、原油价格重心上移

### 1.1、 2016年原油价格探底完成

2016年油价基本上确定探底完成，具体走势主要分几个阶段：

1月至2月中，油价延续2015年熊市的悲观情绪，艰难寻底，最低达到26.05美元低点。

2月中至4月18日，OPEC再次提出在4月17日子多哈召开会议，商讨冻结原油产量以提振油价，市场对此进行炒作，油价一度反弹至42.5美元/桶。

4月18日至6月中，虽然OPEC冻产会议未能达成协议，油价当天低开6%，但随即科威特爆发大规模石油工人罢工事件，加拿大阿尔伯塔省森林大火导致油砂工人撤离，尼日利亚武装分子对输油管道造成破坏等事件，导致原油短期供应中断，油价受提振上涨，一度从40美元/桶上扬至51.67美元/桶。

6月至8月初，短期原油供应中断逐渐恢复，同时美国夏季旅游旺季消费不及预期，油价回落，再探40美元支撑，最低达到39.19美元/桶。

8月初至11月底，OPEC再次提出减产协议，但是由于冻产会议的失败，市场对此一度怀疑，油价处于40-52美元/桶区间震荡。

11月30日，OPEC减产会议中达成减产协议，供给减产120万桶/日，产量目标3250万桶/日。油价触底反弹，同时OPEC继续与非OPEC产油国商讨扩大减产范围，油价有望继续反弹。

图表 1：2016原油走势回顾

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

### 1.2、2017世界原油供需再平衡

据OPEC报告数据显示，预计2016年世界原油总体供应约9550万桶/日，同比增加300万桶/日；总需求约9440万桶/日，同比增加120万桶/日；原油供应过剩量110万桶/日，同比缩小90万桶/日。从2016年的原油市场表现看，原油供应过剩量在缩减，原油市场已经进入再平衡的过程。

据OPEC预计，2017年原油的全球需求总量可能会增长110万桶/日，达到9550万桶/日。而非OPEC国家的供应总量6290万桶/日，同比增长40万桶/日，11月底OPEC达成3250万桶/日的产量目标，我们假设OPEC能够严格执行这个产量目标，且非OPEC不会因此增加原油供应的情况下，2017年全球原油供需关系将转为供应短缺，短缺量约10万桶/日。

但是，我们对OPEC产油国对于减产协议的执行力度是抱怀疑的态度的，未必能严格执行3250万桶/日的产量目标，同时，非OPEC国家在油价反弹的过程中必然会增加原油的产出，因此，不认为2017年全球原油供需能达到短缺的程度，但是仍然维持供应过剩量缩减的观点。

图表 2：全球原油供需平衡表

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：OPEC、恒泰期货研究所 |

从稍长周期来看，全球原油供应大量过剩是从2012年底开始，主要是受到美国页岩油产量爆发式增长的冲击，随着油价的跌跌不休，页岩油受到致命打击，钻井平台从顶峰时期1600多座，逐渐关停最低剩下300多座，近期约500座。美国原油产量也逐渐减少，同时OPEC终于放弃保份额弃油价的策略，开始致力于冻产及减产，2016-2017年，原油过剩量缩减，再踏上再平衡进程

图表 3：原油过剩量萎缩

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

## 1.3、油价40美元底部确认

当前原油供应格局中，OPEC传统常规油、美国页岩油、俄罗斯油分别占供应总量的39%、15%、15%。虽然OPEC市场份额的减弱，但是2014年底的不减产政策导致油价继续暴跌，产油国杀敌一千，自损八百，自身财政状况堪忧。如沙特、科威特等国的财政情况已经达到2000年以来最差的情况。 OPEC政策从“弃价格保份额”转变为控制页岩油低份额同时保价格，因此才有了11月底的减产协议。

图表 4：OPEC国家财政盈余占GDP比重

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：CEIC、恒泰期货研究所 |

另一方面，我们从美国页岩油和俄罗斯的盈亏平衡价格发现，美国页岩油和俄罗斯油的平衡价格都在40美元一线。从美国主要页岩油产地北达科他州的原油开采市场分析，单井产量较大、市场份额较高的油井盈亏平衡价格在29-41美元。

图表 5：页岩油盈亏平衡价格

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：卓创资讯、恒泰期货研究所 |

俄罗斯方面，俄油和卢克石油的产量占俄罗斯原油总产量的36.8%、16.6%，而它们的生产成本，同样在37-41美元之间。

图表 6：俄罗斯原油主要成本

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：卓创资讯、恒泰期货研究所（ |

因此，从以上两个方面可以看出，原油在40美元一线支撑力是比较明显的，而从盘面走势看，40美元底部同样得到确认。油价不太可能继续跌至40美元以下

## 1.4、中国大量进口，印度需求高速

中国的需求量仍然表现亮眼，这除了与中国即时的需求量大的因素外，原油战略储备计划同样紧密相关，近年来中国的原油进口量不断攀升，尤其是进入2016年以来，月进口量几乎都保持在3000万吨以上。

图表 7：中国大量进口原油

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

印度的需求量表现同样亮眼，OPEC最近的月报显示，印度的原油需求量约为411万桶/日，而预计2015-2016的需求增速达到6.78%。而BP能源报告中显示印度的原油需求增速甚至达到8%。

### 1.5、“减产协议”执行效果存疑

在OPEC历史的减产协议及冻产协议来看，OPEC对于冻产或者减产的执行力度，主要取决于油价的状态，一般来说，油价处于不利的位置时执行效果较好，而油价反弹后执行力度较差。而油价的具体表现，则以当时油价受到的外部冲击改变为条件。

具体看，1982年以前，OPEC主要通过设定原油价格来调控国际油价，82年达产历史上第一次限产协议，以应对当时全球经济滞胀带来的需求冲击，产量目标1735万桶/日，由于主导国沙特通过自己对限产的严格执行，换来OPEC总减产150万桶/日的效果，但是由于非OPEC国家产油量大增，油价和OPEC市场份额双双大跌。

86-93年，OPEC放弃减产，扩大产量以保市场份额，OPEC市场份额从30%以下恢复到40%，油价处于15美元左右震荡。

93-97年，93年10月OPEC达成冻产协议，该时期OPEC国家总体维持产量，主要是海湾战争等因素导致部分产油国扩产有限。期间油价先涨后跌，先从93年16.6美元上涨至24美元，随后下跌至16美元附近。

98-03年，受亚洲金融危机及9.11事件带来需求的冲击，OPEC不得不被动调整产量配额。在油价下行时执行力度较好，而需求回升时开始超额生产。期间油价缓回升，油价从11美元左右，最高上升至40美元附近。

05-13年，以中国为代表的新兴国家经济进入发展期，原油需求大幅增加，OPEC不再通过限制产量来控制油价，虽然中途由于金融危机导致油价大幅下跌，但是全球需求弹性较好，油价迅速反弹。

14-15年，页岩油技术快速发展，产量爆发式增长，带来大规模供应冲击，OPEC在2014年底的不减产政策，使得油价加速暴跌，同时页岩油钻井平台锐减，但是随着油价上涨，页岩油已经有恢复的迹象。

由历史情况看，油价在面对外部供应或者需求的冲击过程中，OPEC的限产或者冻产的执行力度都会面临各方面的阻力，执行的效果也主要取决于外部冲击条件的改变情况。这一次的减产会议，同样面临OPEC内部、以及非OPEC产油国之间的博弈，“囚徒困境”的状态或许会延续。预计当油价较低的时候，减产协议执行力度相对较好，而油价一旦反弹，比如突破60美元以后，产油国之间会逐渐增产。

图表 8：OPEC历次限额的背景和效果

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：卓创资讯、恒泰期货研究所（ |

同时，目前OPEC国家自身的财政状况堪忧，在减产协议执行过程中， OPEC各产油国是否会偷偷增产，也是值得市场注意的。

## 1.6、页岩油是油价反弹的拦路虎

08-09年开始，美国页岩油技术得到极大的发展，钻井平台也是大幅的增加，最高达到1600座，与此同时美国原油产量也是大幅攀升。页岩油带来的供应冲击，使得OPEC为了维护市场份额，在2014年底实行不减产政策，导致油价开始大幅下跌，高生产成本的钻井平台大量关停，到5月底仅剩下316座。同时美国原油产量也降到了低点。

而随着油价反弹，钻井平台也开始有筑底迹象，目前恢复至477座，美国原油产量虽然略有之后，但仍然缓慢抬升。

前面我们论述过，页岩油的盈亏平衡价格在40美元附近，如果油价反弹远超过这个价格，那此前关闭的钻井就有重启的动力（近期的平台数和油价也反应了这一特点），从而增加原油产量，反过来制约油价。从这个角度来说，如果原油大幅度反弹达到超过60美元甚至更高，页岩油势必重现江湖，成为油价反弹的最大拦路虎。

图表 9：美国活跃钻井平台数

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：EIA、贝克休斯、恒泰期货研究所 |

## 1.7、结论：油价缓慢抬升，涨幅有限

综合来看，原油仍然处于全球供需再平衡进程中，在OPEC减产协议及消费国刚性需求的支撑下，原油价格底部已经探明，2017年油价将会缓慢抬升。但是，在油价反弹的情况下，OPEC减产协议的执行力度值得怀疑，同时，页岩油也会大量重启，成为油价反弹的拦路虎，油价反弹幅度有限。预计2017年油价将会在50-75美元区间运行。

## 二、天然橡胶全球供需转好，后市易涨难跌

天然橡胶供应缩减，而需求端汽车及重卡数据表现亮眼，带动轮胎行业产销好转。在供需两端走好的情况下，天然橡胶库存维持低位，从以上看出，天胶具有基本面的上涨基础。

### 2.1、供应增长有限，总体货源偏紧

今年以来，全球橡胶产量增速有限，1-10月ANRPC产量9073万吨，同比去年8990万吨增长0.9%。几个因素共同作用导致，一是天气影响，上半年云南、海南及东南亚地区气候干旱，导致开割期延后一个月左右。而下半年主要因为持续降雨，导致割胶不利，出胶不畅。二是低迷的胶价使得胶园的管理欠缺，单产同比下降。胶农割胶积极性受到打压，胶水供应不足。目前泰国、越南等东南亚产区仍然处于割胶高峰期，但泰国南部洪水不断，出胶预期受阻。而国内即将停割，产量将逐渐萎缩，总体看国内减产已经成为定数。

图表 10：ANRPC及国内产量

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：ANRPC、恒泰期货研究所 |

## 2.2、天然橡胶进口低迷

1-10月进口合计185万吨，同比2015年减少32万吨或14.8%。全球供需关系好转，加上人民币持续贬值，对我国天然橡胶进口形成影响，从图中可以看到，天胶进口量维持低位，后期由于国内停割，东南亚仍然在旺季，预期进口量或有增加。

图表 11：天然橡胶进口量

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

### 2.3、社会库存维持低位

2015年以来，橡胶显性库存持续降低，截至到11月底，青岛保税区橡胶库存10万吨，其中天然橡胶库存6.78万吨。保税区天胶库存一度将至5万吨以下，刷新五年来新低，最近一期虽然有所增加，但是总体仍然在非常低的位置。

图表 12：天然橡胶库存低位运行

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

## 2.4、上期所老仓单出清

上月上期所仓单库存最高达到31万吨左右，进入11月中，随着1611合约交割，约14万吨2015年旧胶仓单全部出清，目前剩下仓单量约19.5万吨，期货盘面仓单压力有所减少。

图表 13：上期所仓单库存缓解

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

### 2.5、下游轮胎表现良好

得益于终端汽车及重卡数据的强劲，橡胶轮胎外胎产量同比有所增长。1-10月生产橡胶轮胎外胎6.6亿条，同比增加1.7%。虽然美国在8月底对中国卡客车轮胎征收反倾销和反补贴税，而当前美国双反影响逐渐消退。据了解，当前轮胎企业库存仅剩下去年的60%，轮胎贸易商几乎没有库存。

图表 14：轮胎产量同比增长

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

### 2.6、终端汽车产销火爆

今年以来汽车行情产销都出现火爆的情况，1-10月，我国汽车产量合计2193万辆，同比增长13.85%。1-10月销量合计2194万辆，同比增长13.88%。而作为天然橡胶需求晴雨表的重卡产销来看，1-10月份重卡产量54.9万辆，同比增加23.15%，销量55.9万辆，同比增长23.08%。11月份重卡销量数据达到8.8万辆，同比增长88%，1-11月销量总计64.7万辆，同比增长29.2%。

交通部关于史上最严治超载政策，大力刺激重卡消费，此前一辆车的运力，现在大约需要三辆车，同时，此前大规模的重卡已经到了更换周期，使得重卡市场延续火爆。

图表 15：卡车市场再现火爆

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：中国卡车网、恒泰期货研究所 |

### 2.7、结论：供需格局好转，后市仍存上涨空间

天然橡胶供应增长有限，而需求端汽车及重卡数据表现亮眼，带动轮胎行业产销好转。在供需两端走好的情况下，天然橡胶库存维持低位，从以上看出，天胶仍然具有基本面的上涨基础。

技术上看周线级别拐头，已经实现由熊转牛的转变，重要台阶17000突破之后，继续突破20000关口，2017年有望冲击27000一线。

图表 16：天胶实现技术的由熊转牛

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

## 三、聚烯烃库存低位，但下游需求支撑

### 3.1、新产能陆续释放

近年来煤制烯烃装置逐渐投产，新产能陆续释放， 2016年新投产PP产能236万吨，而2017年预计投产265万吨，总产能的扩大必然会增加PP的供应。

图表 17：2016-2017年新投产装置

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **2016年PP新投产装置** | | |
| **企业名称** | **PP产能** | **计划投产时间** |
| 中景石化 | 35 | 2016年4月 |
| 中煤蒙大 | 30 | 2016年5月 |
| 锦西石化 | 15 | 2016年4月 |
| 神华新疆 | 45 | 2016年10月 |
| 青海盐湖 | 16 | 2016年12月 |
| 福基石化 | 40 | 2016年11月 |
| 中天合创 | 35 | 2016年11月 |
| 广州石化 | 20 | 2016年12月 |
| 总计 | 236 |  |
| **2017年计划投产装置** | | |
| 常州富德 | 20 | 2017年1月 |
| 中天合创 | 35 | 2017年3月 |
| 久泰能源 | 35 | 2017年5月 |
| 华亭煤业 | 20 | 2017年5月 |
| 神华宁煤 | 60 | 2017年7月 |
| 中海壳牌 | 40 | 2017年8月 |
| 中江石化 | 35 | 2017年9月 |
| 河北海伟 | 20 | 2017年10月 |
| 总计 | 265 |  |

2016年新投产聚乙烯产能80万吨，而2017年预计投产182万吨，聚乙烯的新计划投产产能不及PP，但同样地，新增供应必然会对市场造成冲击。

图表 18：2016-2017聚乙烯新投产装置

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **2016年聚乙烯新投产装置** | | |
| **生产企业** | **产能** | **计划投产时间** |
| 中蒙蒙大 | 30 | 2016年5月 |
| 神华新疆 | 25 | 2016年10月 |
| 中天合创 | 25 | 2016年10月 |
| 合计 | 80 |  |
| **2017年聚乙烯计划投产装置** | | |
| 中天合创 | 12 | 2017年3月 |
| 江苏斯尔邦 | 30 | 2017年1月 |
| 久泰能源 | 25 | 2017年5月 |
| 神华宁煤 | 45 | 2017年6月 |
| 中海壳牌 | 70 | 2017年8月 |
| 合计 | 182 |  |

### 3.2、终端需求表现良好

聚烯烃终端需求表现较好，以汽车和家电为例，2016年汽车产量同比增长15.63%，电冰箱产量同比增长6%以上，空调产量同比增长约5%。同时，农膜、消费品用包装膜消费领域同样表现亮眼。

图表 19：聚烯烃终端表现较好

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：wind、恒泰期货研究所 |

### 3.3、下游制品利润回升

由于终端消费表现良好，聚烯烃下游制品利润逐渐回升，以BOPP为例，加工利润高达600元/吨。

图表 20：聚烯烃下游制品利润回升

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：Wind、恒泰期货研究所 |

### 3.4、社会库存低位

从今年以来，国内化工品的库存都维持低位，聚烯烃同样如此，年初至三月、5月底至7月、9月底至今三波比较凌厉的涨势，都是在社会库存和石化库存较低，石化企业上调价格，支撑市场价格。

图表 21：PE、PP社会库存维持低位

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：卓创资讯、恒泰期货研究所 |

### 3.5、结论：需求支撑，行业补库存提升价格

原油重心上移，烯烃成本支撑增强，同时，下游制品及终端需求表现良好，行业总体库存较低，2017年有望延续补库存行情，但不断释放的新产能或限制涨幅，PP上方看11000一线，LLDPE上方看12000附近。

## 四、化工板块易涨难跌

原油作为化工总上游，也是重要的国际商品风向标，油价重心逐渐上移，下游化工品及相关品种价格均有成本支撑，预计2017年下游化工品价格同样具有做多的机会。从文华化工品指数的周线图看，均线系统整体拐头，多头排列已经形成，目前已经突破2015年4月份的高点135.9，多头行情有望延续。

PTA、甲醇、沥青整体库存均处于较低的位置，有望展开一波补库存行情。同时，在商品集体上涨的情况下，有一定补涨需求。 具体看，各品种目标位为：PTA上探7000点，甲醇触及3500点，沥青有望达到3500点。

图表 22：化工板块指数脱离底部

|  |
| --- |
|  |
| 数据来源：文华财经、恒泰期货研究所 |

**免责声明**

本报告由恒泰期货研究所制作，未获得恒泰期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。 本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货有限责任公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货有限责任公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

[图表 1：2016原油走势回顾 4](#_Toc469414927)

[图表 2：全球原油供需平衡表 5](#_Toc469414928)

[图表 3：原油过剩量萎缩 6](#_Toc469414929)

[图表 4：OPEC国家财政盈余占GDP比重 6](#_Toc469414930)

[图表 5：页岩油盈亏平衡价格 7](#_Toc469414931)

[图表 6：俄罗斯原油重要成本 7](#_Toc469414932)

[图表 7：中国大量进口原油 8](#_Toc469414933)

[图表 8：OPEC历次限额的背景和效果 9](#_Toc469414934)

[图表 9：美国活跃钻井平台数 10](#_Toc469414935)

[图表 10：ANRPC及国内产量 12](#_Toc469414936)

[图表 11：天然橡胶进口量 13](#_Toc469414937)

[图表 12：天然橡胶库存低位运行 13](#_Toc469414938)

[图表 13：上期所仓单库存缓解 14](#_Toc469414939)

[图表 14：轮胎产量同比增长 14](#_Toc469414940)

[图表 15：卡车市场再现火爆 15](#_Toc469414941)

[图表 16：天胶实现技术的由熊转牛 16](#_Toc469414942)

[图表 17：2016-2017年新投产装置 17](#_Toc469414943)

[图表 18：2016-2017聚乙烯新投产装置 18](#_Toc469414944)

[图表 19：聚烯烃终端表现较好 19](#_Toc469414945)

[图表 20：聚烯烃下游制品利润回升 19](#_Toc469414946)

[图表 21：PE、PP社会库存维持低位 20](#_Toc469414947)

[图表 22：化工板块指数脱离底部 21](#_Toc469414948)