

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

供应与需求博弈，PTA、乙二醇走势或前低后高

报告摘要

观点：2019 年二季度，PTA、乙二醇整体走势或呈前低后高，PTA 偏多、乙二醇偏空的格局延续。

逻辑：

1、PX 产能释放对 PTA 成本线的影响，以渐进式下调为主。2019 年二季度 PX 加工费的压缩不会一步到位，由于 PX 产能在二季度的增量是逐步释放的，且并未完全填补国内供需缺口。

2、PX 短期供应增量的偏空影响，视其实际负荷和原料价差而定。PX 检修产能涉及 1227 万吨，影响产量约在 150 万吨左右。这个检修量能够消化前期一部分 PX 累库量，也能缓解一些新增供应的压力。此外，恒力 PX 装置实际的产量释放还需跟进原料或其上游炼化装置的开车进度而定，如若短期 PX 价格的坚挺，或令 PX 价格下调一定程度后进入短期的平台整理区间，待原料供应与需求匹配后，价格或再进行下一轮的调整。

3、乙二醇将进入去库阶段，但或难再现供需偏紧局面。目前，在港口发货量未达旺季标准前，乙二醇库存压力难显拐点。后期，随着下游需求季节性回暖，叠加乙二醇季节性检修，乙二醇供应压力将逐渐得到缓解；加上二季度乙二醇暂无新增产能释放，乙二醇供需将出现阶段性改善，在乙二醇价格跌至成本附近后，其价格或得到一丝喘息的机会。

4、PTA 环节供需向好。2019 年二季度 PTA 新增产能只有四川晟达 100 万吨装置，同时有较大规模的产能计划停车检修。相对于上下游，PTA 环节的产能释放不多，对 PX 利空，但有助于 PTA-聚酯供需平衡的维持。

5、聚酯需求有增长空间。聚酯产能增长的趋势延续，且在夏季需求为终结前，需求的改善趋势将逐渐被印证，阶段性需求不看空。

策略：以多 TA 空 EG 思路为主，若短期内触及加工费和下游利润构成的价格上下边界后，多空可能出现短暂反转。PTA 支撑或在 5200-5300 区间，乙二醇支撑或在 4500 附近，上行压力参考卖保盈利位。同时关注远期正套机会。

风险因素：

利空因素：油价大幅下跌，聚酯月均开工低于 80%，产业链各环节大幅累库。

利多因素：油价大幅上行，下游旺季表现好于预期，产业链实现有效去库存，政策利好。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号
能源化工组

研究员：
胡佳鹏
021-60812977
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

许俐
0755-83212745
xuli@citicsf.com
从业资格号：F0271452
投资咨询号：Z0012283

桂晨曦
021-60812997
guichenxi@citicsf.com
从业资格号：F3023159
投资咨询号：Z0013632

李青
021-60812970
liqing@citicsf.com
从业资格号：F3056728
投资咨询号：Z0014122

联系人：

杨家明
021-80365287
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931

颜鑫
021-80365289
yanxin@citicsf.com
从业资格号：F3048534



目录

一、 2019 年一季度，聚酯原料价格走势分化	4
二、 供应端不尽相同，但压力共存.....	5
(一) PX 产能释放，成本线下移提供 PTA 更多可跌空间	5
(二) PX 实际增量若不及预期，二季度偏空或有限.....	7
(二) 乙二醇有望逐渐去库，但价格仍难大幅上涨.....	10
三、 聚酯需求阶段性回暖，支撑可期	14
(一) 产能投放仍在持续.....	14
(二) 季节性回暖趋势向好	16
四、 结论与建议	19
免责声明	20



图目录

图 1:	2019 年一季度 PTA 与乙二醇走势分化.....	4
图 2:	PTA 远期价格走低	4
图 3:	乙二醇远期价格走高	4
图 4:	中国 PX 开工率在二季度环比回落.....	6
图 5:	PX 二季度去库力度或不及去年.....	6
图 6:	亚洲 PX 开工率在二季度环比回落.....	8
图 7:	韩国二季度是 PX 传统的检修旺季	8
图 8:	PX-MX 价差快速回落	9
图 9:	PX-石脑油价差出现明显回落	9
图 10:	二甲苯库存同比走高但将进入去库阶段.....	10
图 11:	MX:CFR 中国台湾价格小幅走高	10
图 12:	乙二醇库存高位运行	11
图 13:	乙二醇到港量下降累库将放缓	11
图 14:	乙二醇开工率处于高位	11
图 15:	煤制乙二醇开工率暂未有明显下降	11
图 16:	乙二醇产量创同比新高	13
图 17:	乙二醇进口同比也有较大增长.....	13
图 18:	MEG 不同工艺的加工费有不同程度的收窄.....	14
图 19:	油制乙二醇加工费出现收窄	14
图 20:	煤制乙二醇加工费处于历年低位.....	14
图 21:	2019 年短纤利润处于较好水平.....	15
图 22:	2019 年瓶片加工利润有所修复.....	15
图 23:	2019 年 POY 利润修复	16
图 24:	2019 年 FDY 维持高加工利润.....	16
图 25:	2019 年 3 月后聚酯负荷创同期高位	16
图 26:	2019 年织造复工较聚酯略显滞后	16
图 27:	轻纺城成交在 4-6 月现季节性回升	17
图 28:	长、短纤布销量具有明显的春秋两季.....	17
图 29:	夏季服装面料 4-6 月是销售旺季	17
图 30:	夏季服装面料 4-6 月是销售旺季	17
图 31:	长丝品产销在 4-5 月进入旺季.....	17
图 32:	短纤产销率有明显的季节性表现.....	17
图 33:	长丝开工走高带动库存出现拐点.....	18
图 34:	短纤开工走高带动库存去化	18

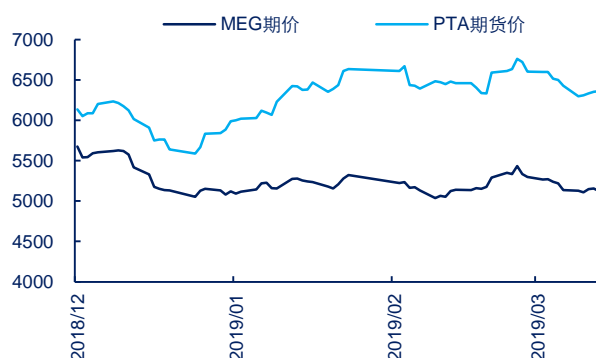
表目录

表 1:	二季度 PX 供需预测	5
表 2:	2019 年二季度 PTA 装置检修计划	6
表 3:	2019 年 PX 产能增长情况及预期	7
表 4:	2019 年二季度 PX 装置检修计划	8
表 5:	近期乙二醇装置动态	12
表 6:	2019 年国内聚酯投产进展及计划	15

一、2019 年一季度，聚酯原料价格走势分化

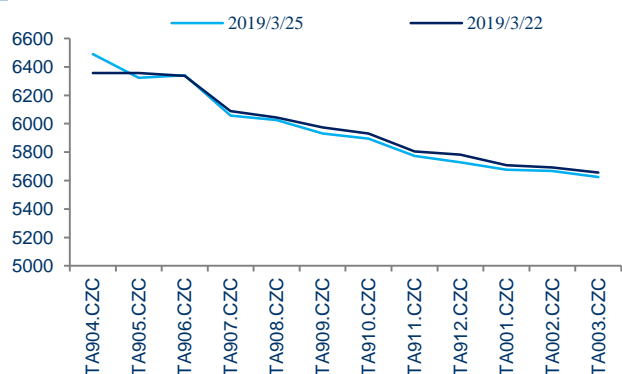
2019 年一季度，聚酯原料 PTA 和乙二醇走势表现分化，PTA 走势要相对强一些。止截稿时，PTA 期货主力合约一季度涨幅约 11.4%，乙二醇期货主力合约一季度跌 2.7%。二者走势的分化主要受由于供应端的差异，在下游聚酯需求影响一致的情况下，乙二醇供应的压力要明显大于 PTA，表现在一季度乙二醇累库程度大大超过 PTA 的累库程度。此外，由于乙二醇今年有大量的产能预期释放，而 PTA 新增产能有限，整体供需格局预期乙二醇偏宽松，而 PTA 维持平衡。

图1: 2019 年一季度 PTA 与乙二醇走势分化 单位: 元/吨



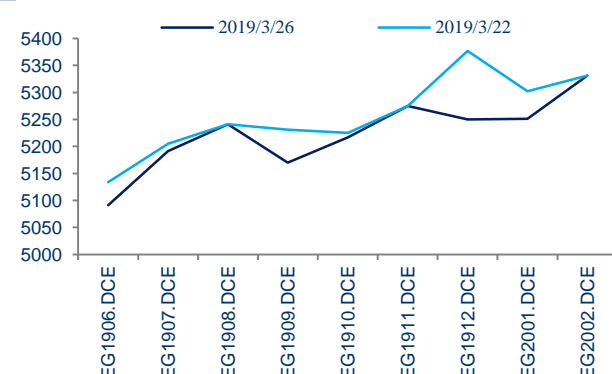
数据来源: Wind 中信期货研究部

图2: PTA 远期价格走低 单位: 元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图3: 乙二醇远期价格走高 单位: 元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

展望二季度，PTA 和乙二醇延续分化走势的概率仍较大。目前的远期曲线显示，PTA 价格远月贴水，而乙二醇价格远期升水，预计成本的影响是令二者远期格局分化的主要因素。成本方面，PTA 在 PX 新增产能大量释放的预期下，成本坍塌令 PTA 具备更多的可跌空间，而乙二醇由于价格已贴近成本线运行，在成本没有太多让利空间的情况下，绝对价格的压缩空间有限，远期升水幅度可看做是现货持有成本。从基本面看，二季度终端产销阶段性回暖的趋势不变，下游需求将较一季度明显转变，而聚酯需求的好坏对 PTA 和乙二醇的影响，可谓是一荣共荣、一损共损，因此，走势的差异将主要受 PTA 和乙二醇供应端差异的影响，加



上二者阶段性改善的进度不一致，因此，PTA 的近月价格要强于乙二醇的近月价格。但短期内，若触及加工费和下游利润构成的价格上下边界后，多空可能出现暂反转。长周期看，PTA 偏多与乙二醇偏空的状态或维持。

二季度影响因素方面，在预期聚酯季节性回暖规律延续的情况下，我们将关注的重点集中在供应端。其中，PTA 供应端的不确定性要高于乙二醇，即 PX 产能释放对 PX 价格，乃至 PTA 成本的的影响较大，而乙二醇暂无新增产能投放，供应压力来自现有供应情况，即开工、库存和进口表现。

二、供应端不尽相同，但压力共存

(一) PX 产能释放，成本线下移提供 PTA 更多可跌空间

二季度,PTA 价格最大的利空来自成本端,即 PX 供应增长带来的偏空影响。PX 供应增长的途径，一是，国内现有 PX 产能维持高开工增大产出；二是，PX 进口大幅增长；三是，PX 新增产能的释放。目前，前两种方式的供应增长已在 1-2 月的产量和进口数据中体现出来，1-2 月总供应量为 477.16 万吨，同比增长 10.6%。而 1-2 月 PTA 产量对应的 PX 需求约 452.3 万吨，导致 PX 累库约 24.8 万吨，预计 1 季度末的累库总量或达 50-55 万吨。一季度 PX 供应大增的因素，一方面，市场预期上半年 PX 新产能释放的概率较小，在 PTA 高开工需求向好，而二季度 PX 检修将增加的情况下，进口需求增加；另一方面，PX 行业加工利润较高，令 PX 行业的开工率也维持在高位，整体产量增幅较大。

表 1：二季度 PX 供需预测（单位：万吨）

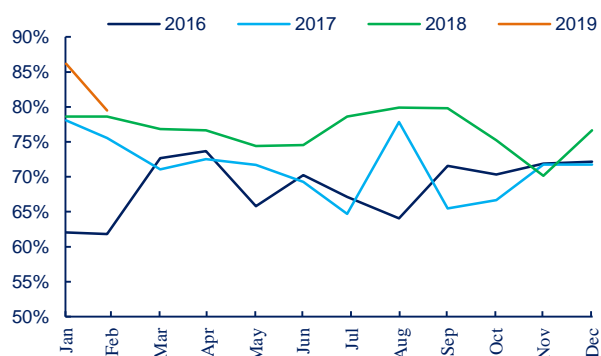
	4 月	5 月	6 月
PX 新增产能	225	0	225
PX 有效产能(年)	1629.5	1629.5	1854.5
PX 平均开工率预测	74%	72%	76%
PX 产量	100.5	97.7	117.4
PX 进口预估	125	125	125
PTA 新增产能	100	0	0
PTA 有效产能(年)	4617	4617	4617
PTA 平均开工率预测	87.8%	88.7%	98%
PTA 对应 PX 需求	221	223	248
PX 供-需	4.5	-0.3	-5.6

资料来源：CCFEI 中信期货研究部

二季度，PX 能否实现有效的去库存疑虑，而新产能的释放以及 PTA 装置的检修或令该疑虑加深。据 2019 年初统计，今年国内计划新增 PX 产能在 1200 万吨左右，截止目前，投产确定性比较大的在 1000 万吨左右，其中福海创 160 万吨旧装置已重启，大连恒力 450 万吨产能将在二季度陆续释放，国内 PX 有效产能将增至 1854.5 万吨。若四川晟达的 100 万吨 PTA 装置能够在二季度投产,PTA

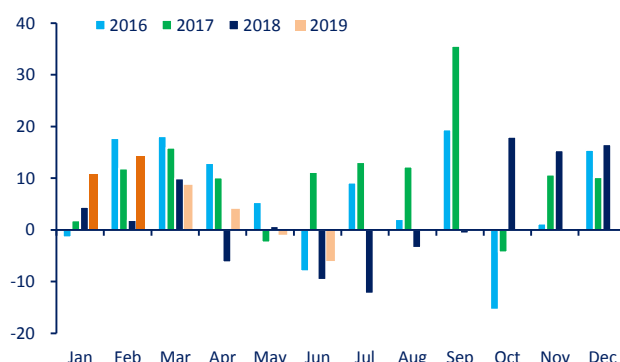
有效产能将增至 4617 万吨，按 100% 的开工率计算，PTA 对 PX 的需求约 3024 万吨，PX 的需求缺口仍有约 1169.6 万吨，相当于 2015 年度进口水平，但远低于 2018 年 PX 进口的 1590 万吨。因此，PX 的供需缺口是收窄的。阶段性看，二季度既是投产高峰又是检修高峰，据统计，二季度 PX 和 PTA 装置的检修量分别在 454 万吨、1460 万吨，根据现有情况推测，PX-PTA 的供需情况可能如表 1 所示。若对比去年的月度供需看，今年一季度 PX 累库高于去年同期，而二季度的去库力度或不及去年同期。因此，整体而言，PX 供应压力预期是增大的。

图4: 中国 PX 开工率在二季度环比回落 单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

图5: PX 二季度去库力度或不及去年 单位: 万吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

表2: 2019年二季度PTA装置检修计划

单位: 万吨

工厂	产能	停车时间	开车时间	预计影响量	备注
仪征化纤	35	1 月			年修, 接档 65 万吨线, 计划延后
汉邦石化 2#	220	3 月 5 日			目前 8 成负荷
逸盛大化 2#	375	3 月 10 日		10.3	故障降负 50%, 另 50% 出料不合格, 全停换催化剂, 预计 8-10 天
恒力石化 3#	220	3 月 28 日		9.1	计划检修 2 周
嘉兴石化 2#	220	3-4 月		12	计划检修 20 天
逸盛宁波 4#	220	4 月		9.1	计划检修 2 周
珠海 BP3#	125	4 月		5.1	计划检修 15 天
宁波台化	120	5 月		4.9	计划检修 15 天
上海石化	40	5 月		3.3	计划检修 1 个月
福化(原翔鹭)	450	5 月		15	目前 8 成负荷, 计划 5 月全停半个月
仪征化纤	65	6 月		2.6	计划检修 15 天
四川晟达	100		3 月 28 日		计划投产, 现因真菌培养问题延期

资料来源: CCFEI 隆众石化网 中信期货研究部

价格的影响方面, PX 产能投放必然对 PX 加工费利空, 但 PX 加工费的压缩不会一步到位, PX 加工费的打压也将是渐进式的。因为 PX 产能在二季度的增量是逐步释放的, 且并未完全填补国内供需缺口。但对 PTA 价格而言, PX 供应增长仍是最主要的潜在利空。一方面, PTA 原料价格构成了其自身价格的 90%, 因

此作为一个成本定价的品种, PX 价格对 PTA 成本的影响将决定 PTA 价格底部的运行区间。而 PX 价格下跌将令 PTA 成本坍塌, PTA 价格可跌空间也随之扩大。另一方面, 二季度 PTA 仍处于去库存的过程中, 供需格局由宽松进入偏紧的一个过渡阶段。在偏紧格局确定之前, 供需对 PTA 价格的影响可能暂不及成本对价格的影响更大。基于目前情况假设, PX-石脑油的价差或回到 400 美元/吨左右, PX-MX 加工费或回落到 250 美元/吨左右, PX 价格或在 900-950 美元/吨区间。则 PTA 成本线大致在 4600-4900 元/吨, 在 PTA 自身供需向好的情况下, 加工费被打至极低值的概率不大, 600-700 元/吨固定加工费可能是中值水平, 因此, PTA 价格支撑或在 5200-5300 区间。

总体而言, 二季度 PX 价格的偏空预期较强, 在成本主导强于基本面主导的情况下, PTA 价格对 PX 价格走势的敏感度较高, 绝对价格的低点还是需视 PX 价格而定, 但由于自身供需没有矛盾, PTA 加工费也不会被压缩太多, 预计 600-700 元/吨可能是一个中值。

表3: 2019年PX产能增长情况及预期

单位: 万吨

工厂	产能	计划投产时间
福海创	160	1#2019.1 满负荷, 2#2019.3.17 出产品
恒力石化	450	2019 年 3 月 15 日第一套重整装置已顺利开车, 芳烃设备已具备开车条件, 其中 225 万吨生产线预计将于 3 月 25 日产出 PX, 另外 225 万吨装置计划在二期投产的两个月后开车。
中化弘润(潍坊)	60	已建成, 计划 2019 年 5 月底投产, 也有可能延期至 7 月
海南炼化 2 期	100	计划 2019 年 6 月投料, 9 月出产品
辽阳石化	23	计划 6-7 月检修并将产能扩大到 100 万吨, 现有产能 77 万吨
东营威联化学	100	计划 2019 年下半年
恒逸文莱	150	计划 2019 年三四季度逐步开车
合计	1043	

资料来源: 隆众石化网 中信期货研究部

(二) PX 实际增量若不及预期, 二季度偏空或有限

一季度 PX 累库较多加上产量预计大幅增长, 或令 PX 二季度去库程度有限。而实现去库存的方式, 从供应着手要么降负荷、要么降进口, 此外还要配合需求的回升。

1、PX 季节性检修有助于 PX 降负荷的实现, 供应压力渐进式释放。

伴随恒力石化 PX 装置准备在 3 月下旬正式出料, 原定检修安排也在陆续执行。目前统计显示, 二季度亚洲地区 PX 检修产能涉及 1227 万吨, 对实际供应量的影响约 150 万吨。一方面, 这个检修量能够消化前期一部分 PX 累库量。另



一方面，能缓解一些新增供应的压力。若恒力石化 225 万吨产出顺利且满负荷，其 2 季度的供应增量在 56 万吨左右，而 PTA 二季度的需求可以消化 692 万吨的 PX（根据表 1 预测），虽然 PX 偏紧程度会得到缓解，但偏空的程度预计是渐进式呈现，且当 450 万吨全部开车并维持满负荷时，供需偏空的程度将加深。

表4：2019年二季度PX装置检修计划

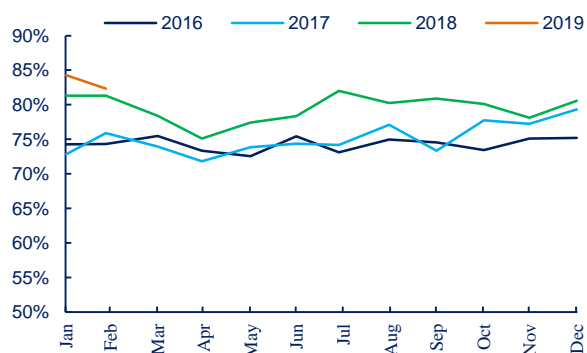
单位：万吨

工厂	产能	停车时间	开车时间	影响量	备注
中海油惠州	95	2月17日		15.8	逐步停车大修，计划持续到4月下旬
韩国 S-Oil 2#	100	3月1日		41.6	停机检修，更换催化剂和检修热交换器等，初步计划检修超过5个月
越南宜山 Nghison 炼厂	70	3月2日			因故障检修，3月7日开车不稳，计划4季度检修两个月
阿曼芳烃	82	3月8日		2.2	计划检修10天
埃克森美孚新加坡 2#	42	3月17日		4.4	计划检修35-40天
马来西亚芳烃 Kertih	55	3月20日		6.7	计划检修45天
洛阳石化	22	4月20日		3.6	计划检修60天
乌鲁木齐石化	100	4月中旬		7.8	计划检修至6月中旬，目前负荷47%
台塑化纤 1#	28.7	4月中旬		3.6	计划检修至5月
印度信实	220	4月底		18.3	计划或5月初检修1个月
福海创	160	5月		8.7	计划消缺检修15-20天，包括两套PX和三套PTA
韩国现代科斯莫石化 2#	80	5月		6.5	计划检修20-30天
泰国石油	53	5月		6.5	计划检修45天
泰国 PTTG1#	54	5-6月		8.1	计划检修45-55天
辽阳石化	77	6-7月		12.8	计划检修1.5-2个月
台塑化纤 2#	57.3	8月中旬		3.6	计划检修3周

资料来源：隆众石化网 中信期货研究部

图6：亚洲 PX 开工率在二季度环比回落

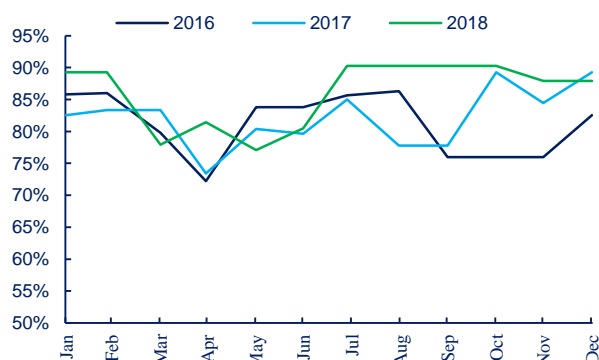
单位：%



数据来源：隆众石化 中信期货研究部

图7：韩国二季度是 PX 传统的检修旺季

单位：%



数据来源：隆众石化 中信期货研究部

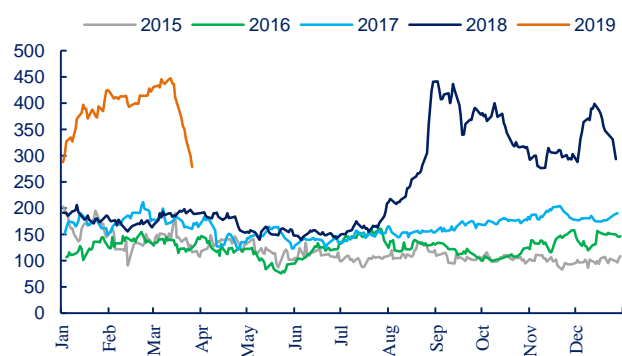
2、关注 PX 上游供应表现，原料价格或令 PX 价格短期跌幅有限。

恒力石化 450 万吨新产能能否全部开车并释放产量，还可能受其原料供应的影响。据了解，恒力石化 PX 开车初期有一部分需要外采 MX 为原料进行生产。预计，可能是恒力炼化上游部分开车稳定性不确定，导致 PX 的原料需要外采一部分 MX 满足。后期原料应该还是通过自身的炼化装置能够满足，但短期之内，我们可以关注 PX-MX 的价差，若二者价差相较于 PX-石脑油价差短期更抗跌，或许显示 MX 的需求是较好的，若价差持续维持相对高位或许显示短期维持偏紧状态。若是原料短期供应不足可能令 PX 新装置的开工维持在低位，实际释放的新增供应对市场的冲击或低于预期，因此，恒力 PX 装置正式的产量释放还需跟进原料或其上游炼化的开车进度而定。

此外，市场也在关注原油进口配额是否会影响原料的供应。2019 年第一批原油非国营贸易进口允许量中，恒力石化获得 400 万吨，腾龙芳烃获得 60 万吨，浙江石化获得 400 万吨。对比其实际的装置产能看，初次下放比例相对偏低。就恒力大炼化而言，其 2000 万吨/年炼化一体化项中，第一条线 1000 万吨装置已顺利打通生产全流程，包括 1000 万吨常减压，400 万吨石脑油加氢，200 万吨航煤加氢，300 万吨柴油加氢，380 万吨蜡油加氢，320 万吨渣油加氢，640 万吨连续重整，225 万吨 PX。但是，配额下发原则为分批下达及追加调整，后期配额量存在调整及补充空间，且未来趋势将是进口原油配额与原油加工配额相匹配。此外，原油配额分为非国营进口配额和加工配额，非国营进口只是限制自主进口的量，但不妨碍买其他方进口来。即便是 400 万吨，也能够满足 1000 万吨的产能半年的使用量。且恒力的加工配额应该是 2000 万吨，这与进口配合的关系并非相互制约。

图8: PX-MX 价差快速回落

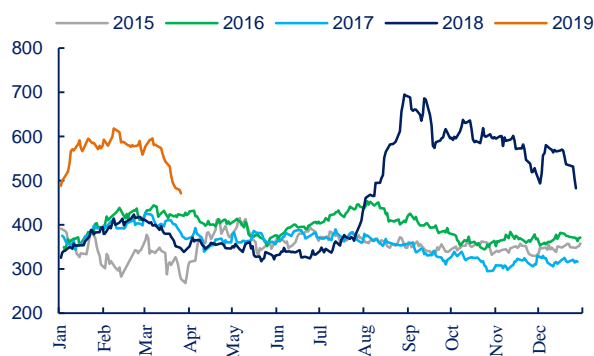
单位: 美元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图9: PX-石脑油价差出现明显回落

单位: 美元/吨



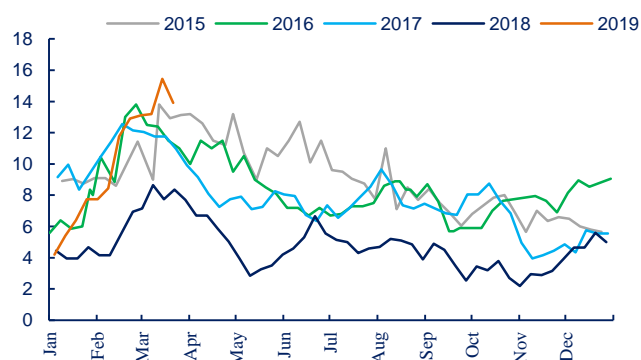
数据来源: Wind 中信期货研究部

总的来说，长期看 PX 装置的原料供应不会有太大问题，短期可能会出现时间和需求上的错配，而这将主要体现在价格上，即 PX 上游原料价格及加工价差的表现。短期 MX 价格的坚挺或令 PX 价格下调一定程度后进入短期的平台整理区间，待原料供应与需求匹配后，价格或再进行下一轮的调整。

从 MX 价格的跟踪看，亚洲 PX 价格走低，但来自中国的需求仍推动 MX 涨

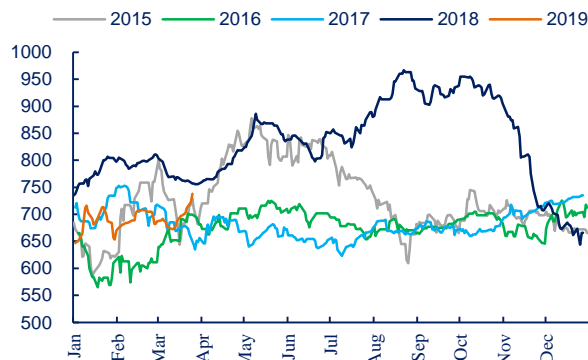
价。3月27日 CFR 中国台湾估价涨 15.5 美元/吨，至 738 美元/吨，而 3 月初 MX 价格在 687 美元/吨附近，FOB 条件下 4 月下旬货递价最高在 740 美元/吨，可见，MX 价格是看涨的。MX 库存方面，3 月初国内库存创同期新高后开始下降，二季度将是季节性去库阶段，亚洲地区 PX 装置的检修也将影响 MX 的供应，根据 CCFEI 消息显示，亚洲交易商表示，鉴于中国对 MX 的高需求，常用原料石脑油等以及下游产品 PX 等的价格产生脱节，需求似乎带动了亚洲 MX 价格回升。而近期 PX-MX 价差的收窄是以 PX 价格下跌完成的，而 MX 价格相对较为坚挺。

图10:二甲苯库存同比走高但将进入去库阶段 单位:万吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图11:MX:CFR 中国台湾价格小幅走高 单位:美元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

3、若 PX 行业利润大幅压缩，将对负荷形成拖累。

PX 产能实际投产也受一些因素的影响。一方面，由于化工装置试车投产再到出产品，有一定的周期，不排除有意外情况令投产延后。另一方面，投产的动力或受到行业利润的影响，若产量大规模释放后压制行业利润，短期或导致后期其他装置投产意愿下降。长期将对市场形成挤出效应，特别是成本高的供应方将受到冲击。在恒力石化产能投放计划逐渐兑现的情况下，PX 价格出现了较明显的下跌，3月中旬 PX 价格还在 1100 美元/吨，但截至 3 月 27 日，PX 价格已跌至 1037 美元/吨，PX-石脑油价差由 3 月最高时的 595.5 美元/吨缩窄至 470 美元/吨。我们认为，加工费若维持在 350 美元/吨以上，后期 PX 还有继续投产的动力。若低于 300 美元/吨，可能下半年装置的投产进度或面临调整，且利润水平越低延后的产能或越多。

(二) 乙二醇有望逐渐去库，但价格仍难大幅上涨

二季度初期，乙二醇供应压力依旧较大，一方面，港口库存高位运行；另一方面，乙二醇高开工令国内供应增加。在下游需求趋势大概率向好的情况下，乙二醇价格趋势博弈的重点将是供应。

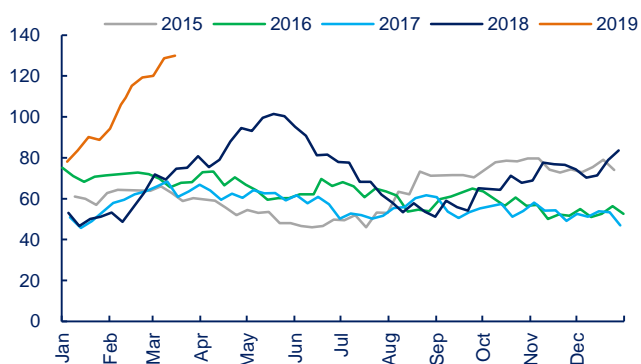
1、短期，港口发货量未达旺季标准前，乙二醇库存压力难显拐点。

截止 3 月 22 日，华东乙二醇港口库存在 135 万吨，延续在去年年底以来的环比上升趋势。而 3 月最后一周的到港量预计有 21.5 万吨，环比增加 3 万吨。具体看，乙二醇库存主要集中在张家港，目前在 89 万吨，主流库日均发货量 8500 吨。其中，长江国际库区受库容限制，继续累库的空间有限，4 月中旬之前该库区接货需视发货量情况而定。可见，在库容捉襟见肘的情况下，库存再度大幅攀升的空间也将有限，二季度初始可能维持高位徘徊。

库存拐点的需要视发货量的情况而定，3 月国内乙二醇到港量平均在 18.3 万吨/周，较 2 月有明显下降，但高库存要出现拐点，需要发货量超过到港量。以张家港为例，目前 10.2 万吨/周的到港量，需要发货量超过 1.5 万吨/日（旺季提货量）才能基本消化。因此，乙二醇库存的消化需下游产销进一步回暖，进而带动港口发货量增加。

图12:乙二醇库存高位运行

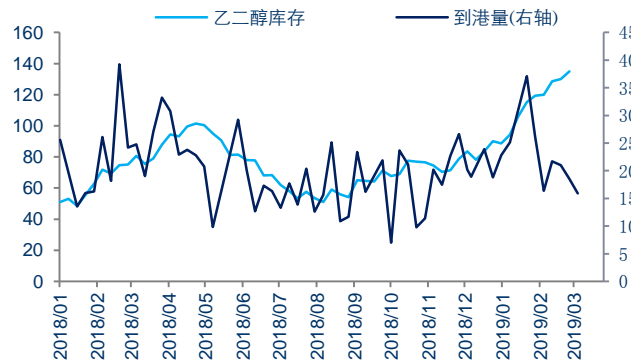
单位: 万吨



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图13:乙二醇到港量下降累库将放缓

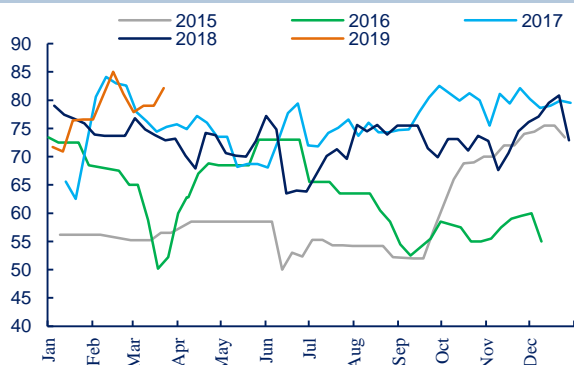
单位: 万吨



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图14:乙二醇开工率处于高位

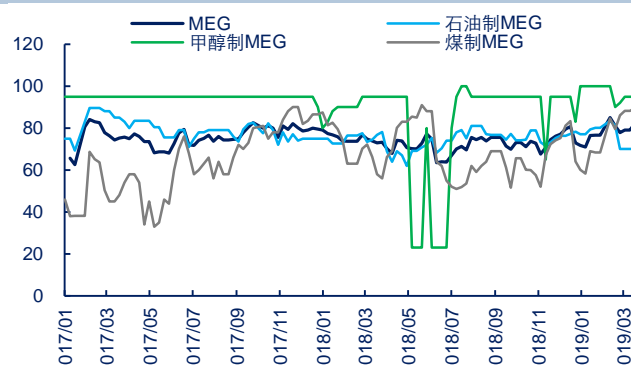
单位: %



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图15:煤制乙二醇开工率暂未有明显下降

单位: %



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

2、后期，供需阶段性改善，乙二醇供应压力或逐渐缓解。

下游需求季节性回暖，叠加乙二醇季节性检修，乙二醇供应压力将逐渐得到缓解；加上二季度乙二醇暂无新增产能释放，乙二醇供需将出现阶段性改善，在乙二醇价格跌至成本附近后，其价格或将得到一丝喘息的机会。

根据国内乙二醇月度产量和开工率看，二季度在检修的影响下乙二醇供应将环比走低。2018年二季度国内乙二醇检修产能在230万吨，占总产能比重约22%，平均开工负荷在70%附近。目前国内的检修计划暂有限，开工率也整体仍维持在高位。假设以目前1053万吨产能计算，装置月均负荷由80%降至70%，则二季度损失的供应量约16万吨。总的来说，季节性检修对乙二醇供需格局的好转有利作用，只是供需改善的节点或在4月以后，对产量的影响程度要视检修规模而定。

表5：近期乙二醇装置动态

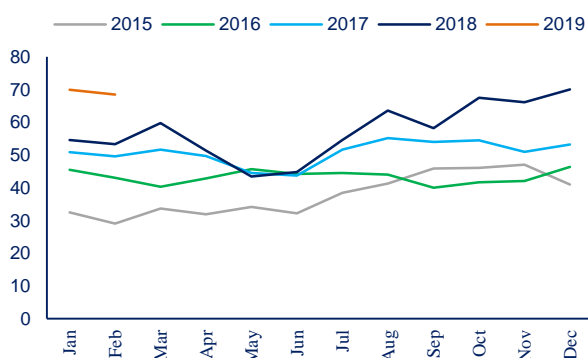
单位：万吨

工厂	产能	停车时间	预计影响量	备注
安徽淮化	10	2018年4月28日		停车
河南能化（洛阳）	20	2018年12月9日		停车
上海石化	23			转产环氧乙烷
武汉石化	28			转产环氧乙烷
辽阳石化	20			转产环氧乙烷,生产比例为1:19
三江石化	38	2月12日		降负荷至60%
台湾中纤3#	22	2月15日	2.7	计划检修至3月底
台湾中纤1#	7.5	2月25日		停车检修
新杭能源	12	2月27日		停车
台湾东联	25	3月1日	2	计划检修4周
印尼 Polychem1#	9	3月8日		因利润不佳停车
扬子石化	30	3月16日	0.4-0.5	计划检修至3月24日
韩国三星-道达尔	12	3月底	0.7	计划检修21天
印度信诚 Dahej	22	4月	0.96	计划检修15-17天
易高煤化工	12	4月5日	1.3	计划检修40天
山西阳煤平定	20	4月		计划检修15天
山西阳煤寿阳	20	4月		计划检修，时间待定
山西阳煤深州	20	4-5月	0.8	计划检修15天更换催化剂
印度信诚	75	5月	2.3	计划检修15-17天
山东利华益	20			计划上半年检修

资料来源：CCFEI 隆众石化网 中信期货研究部

图16:乙二醇产量创同比新高

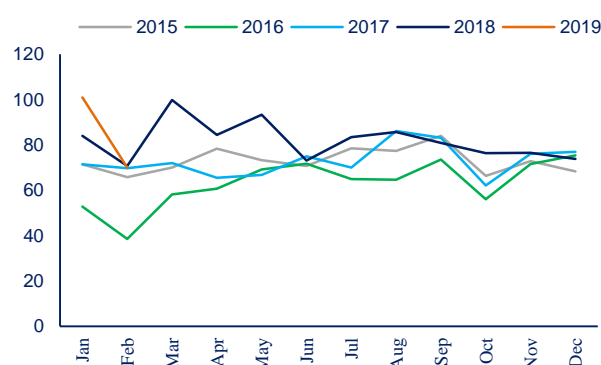
单位: 万吨



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图17: 乙二醇进口同比也有较大增长

单位: 万吨



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

3、加工费接近成本后，或限制乙二醇价格的下行空间。

目前乙二醇行业加工费整体处于偏低水平，在原料端价格稳定的情况下，乙二醇加工费大幅压缩的空间已有限。目前除了气头乙二醇还有较好的盈利外，MTO、外采乙烯的乙二醇处于亏损状态；国内煤制和石脑油制乙二醇的加工费受到挤压。

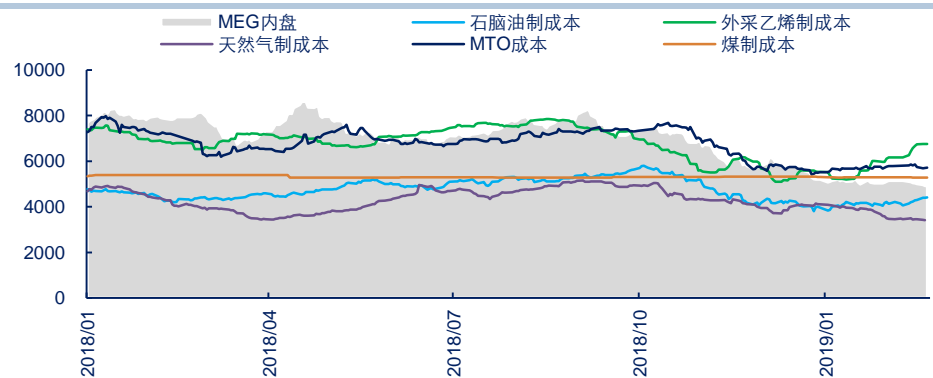
主流的石脑油制路线看，按照石脑油制乙二醇的成本计算公式 $0.81 \times \text{石脑油 CFR 日本} + 150 \text{ 美元/吨(国内} + 1000 \text{ 元/吨)}$ 计算，目前石脑油制乙二醇的外盘生产成本在 608 美元/吨附近，国内生产成本在 4500 元/吨附近，国内要较国外成本低 380-390 元/吨。按 5000 元/吨的价格计算，油制乙二醇的利润在 500 元/吨左右，盈利虽然有大幅压缩，但尚可维持。结合石油制乙二醇的开工率看，国内开工率在 3 月开始出现下降，受利润调节一些装置已转产环氧乙烷。台湾地区石油制乙二醇装置也有出现了较多检修，由于乙二醇有进口关税，因此内外石油制乙二醇的成本有一定的差异，在国内价格偏低的情况下，亚洲石油制乙二醇的成本优势不如国内的，因此，其装置负荷受影响程度也相对较大。若后期加工费持续压缩，不排除亚洲地区乙二醇装置负荷降幅会有超季节性检修表现。

煤制路线方面，以华东地区煤价计算的乙二醇生产利润已处于账面亏损状态。但若根据煤制乙二醇的定价原则看，即贴水油制乙二醇 200-300 元/吨，若市场价格 5000 元附近，实际煤制售价可能低至 4700-4800 元/吨。在此情况下，煤制的开工依旧维持在高位，可见煤制的实际加工费要低于理论计算的结果。在石油制成本 4500 附近，煤制仍可能有微幅盈利。

总的来说，乙二醇供需尽管有阶段性向好预期，但价格仍易跌难涨，是否是真的完成筑底，需要关注乙二醇的开工是否因利润较低而出现普遍的下调，以及乙二醇高库存拐点的出现。二季度初，乙二醇价格筑底仍将持续，只有当乙二醇价格贴近实际的成本线时，且行业开工率受到利润影响而下调时，乙二醇价格的向上弹性才可能被反应出来。

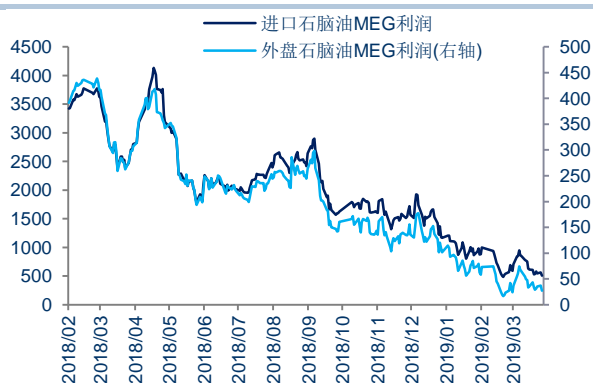
图18: MEG 不同工艺的加工费有不同程度的收窄

单位: 元/吨



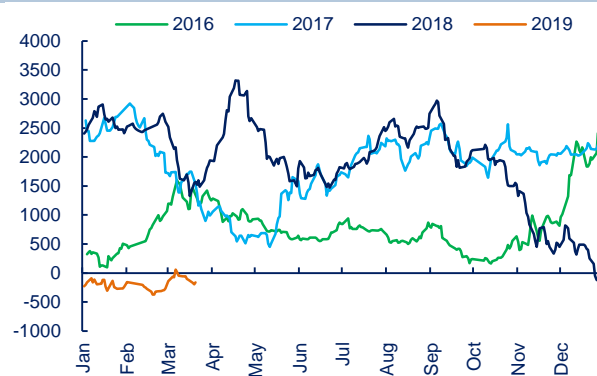
数据来源: Wind 中信期货研究部

图19:油制乙二醇加工费出现收窄 单位: 元/吨、美元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图20:煤制乙二醇加工费处于历年低位 单位: 元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

三、聚酯需求阶段性回暖，支撑可期

聚酯需求的好坏对 PTA 和乙二醇的影响，可谓是一荣共荣、一损共损。而需求表现的好坏，长期看聚酯总产能的增长情况，中短期看开工率、库存以及利润情况。

（一）产能投放仍在持续

长期看，聚酯产能增长的趋势仍在延续。2019 年一季度，聚酯产能新增 119 万吨，截止 3 月中旬，聚合体产能增至 5554 万吨；二季度仍有 106 万吨的聚酯产能待投产，届时聚合体产能将进一步增至 5660 万吨。产能增速虽较 2018 年放缓，但产能基数的上升，在相同开工率的情况下，对原料的需求增量是扩大的。119 万吨按 85% 开工计算对 PTA、乙二醇的新增需求分别为 101.7 万吨、39.8 万吨，106 万吨按 85% 开工计算对 PTA、乙二醇的新增需求分别为 90.6 万吨、35.5 万吨。而目前聚酯品的加工利润均处于较好水平，给后期的投产提供了较大的动力。

表6: 2019年国内聚酯投产进展及计划

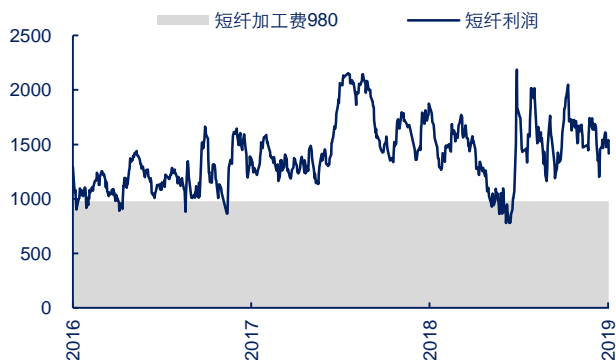
单位: 万吨

企业	产品	产能	计划投产时间
扬州富威尔	短纤	20	已投产 (2月13日)
湖北绿宇	短纤	25	已投产
华宏化纤	短纤	10	已扩容
盛虹国望	长丝	25	已投产
新凤鸣	小聚合	4	已投产
优彩		10	已投产
福建经纬	长丝	25	已投产
一季度合计新增		119	
蓝孔雀化纤	短纤	6	计划 2019Q1-Q2
桐昆恒优	长丝	30	计划 2019Q1-Q2
华西化纤	短纤	10	计划 2019年 Q2 扩容
逸盛大连	瓶片	60	计划 2019年 Q2-Q3
二季度计划		106	
恒逸逸锦	短纤	7	计划 2019年 Q3
恒逸逸鹏	长丝	25	计划 2019年 Q3-Q4
新凤鸣中益	长丝	30	计划 2019年 Q3-Q4
新凤鸣中跃	长丝	30	计划 2019年 Q3-Q4
桐昆恒邦 4 期	长丝	30	计划 2019年 Q3-Q4
桐昆恒优技改	长丝	30	计划 2019年 Q3-Q4
恒力恒科	长丝	10	计划 2019年 Q3-Q4
山东华宝	长丝	10	计划 2019年 Q3-Q4
下半年计划		172	

资料来源: CCFEI 中信期货研究部

图21: 2019年短纤利润处于较好水平

单位: 元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图22: 2019年瓶片加工利润有所修复

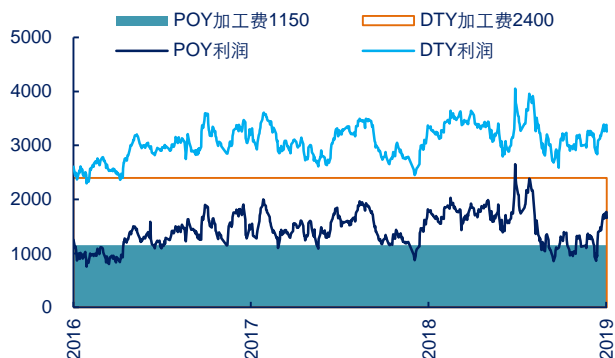
单位: 元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图23:2019年POY利润修复

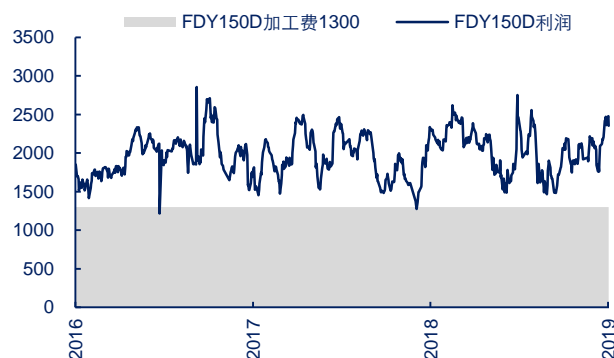
单位: 元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图24:2019年FDY维持高加工利润

单位: 元/吨



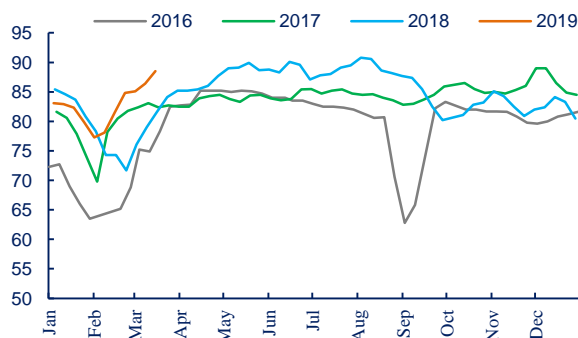
数据来源: Wind 中信期货研究部

(二) 季节性回暖趋势向好

中期看, 受夏季服装备货影响, 4-5月聚酯下游的织造开工率将处于高位运行, 国内轻纺城成交也将进入活跃期。旺季需求的表现延续“织造开工提高——聚酯产销走高——聚酯库存下降——聚酯开工高位运行——聚酯品库存大幅下降——原料库存下降”的轨迹呈现。目前市场正处于流程的中间环节, 聚酯产销走高和聚酯开工继续回升已出现, 但仍需持续一段时间才能看到原料库存的持续改善。因此, 短期内, 需求对PTA和乙二醇产生的偏空压力在趋于减弱的过程中。二季度的影响将转为偏多支撑, 但在夏季需求为终结前, 需求的改善趋势将逐渐被印证, 阶段性需求不看空。利好聚酯原料的需求, 支撑原料价格。

图25:2019年3月后聚酯负荷创同期高位

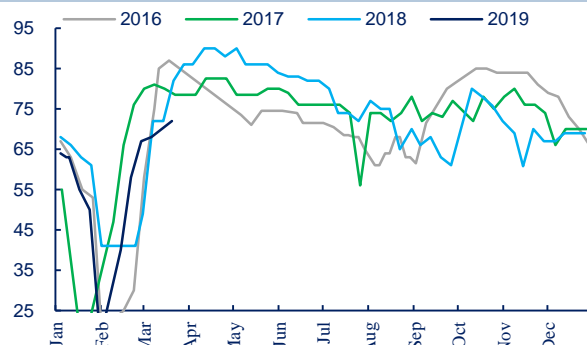
单位: %



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

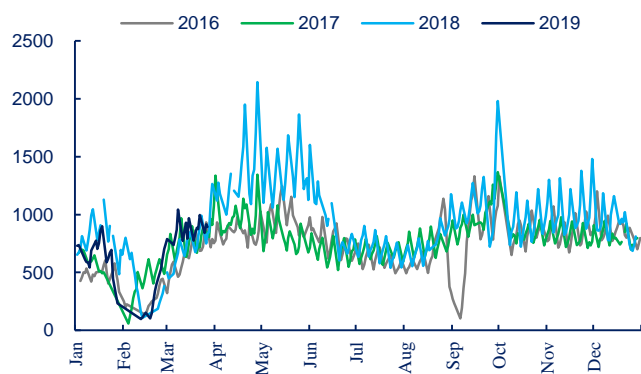
图26: 2019年织造复工较聚酯略显滞后

单位: %



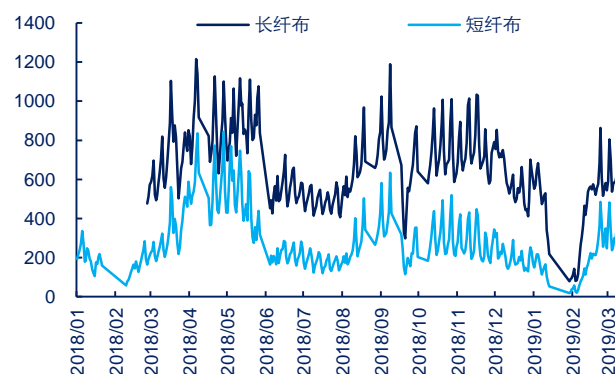
数据来源: Wind 中信期货研究部

图27: 轻纺城成交在 4-6 月现季节性回升 单位: 万米



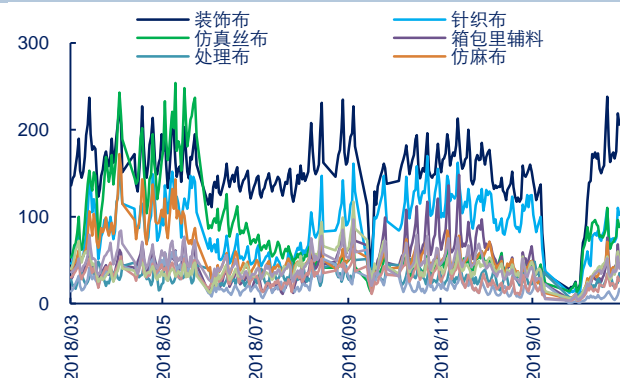
数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图28: 长、短纤布销量具有明显的春秋两季 单位: 万米



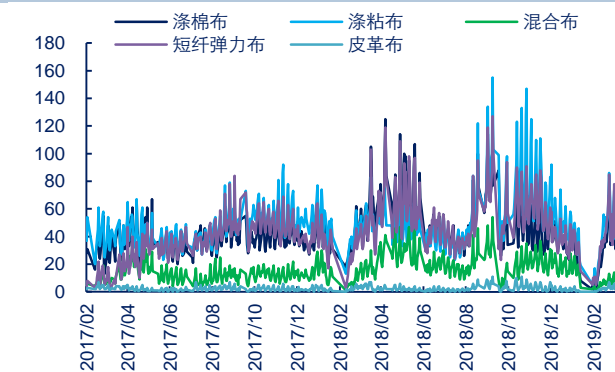
数据来源: Wind 中信期货研究部

图29: 夏季服装面料 4-6 月是销售旺季 单位: 万米



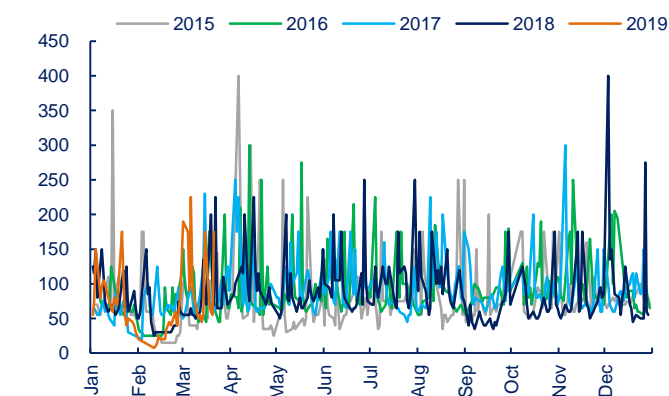
数据来源: Wind 中信期货研究部

图30: 夏季服装面料 4-6 月是销售旺季 单位: 万米



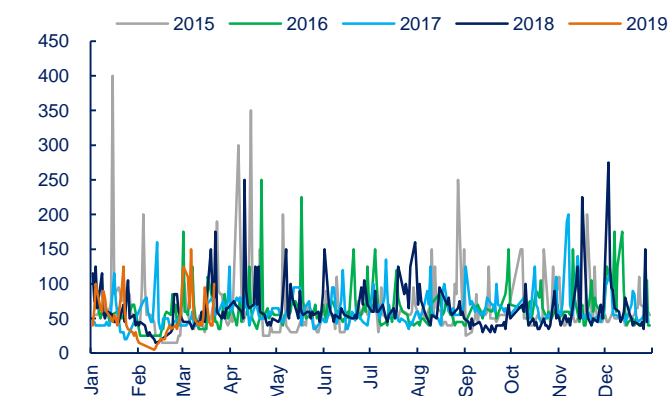
数据来源: Wind 中信期货研究部

图31: 长丝品产销在 4-5 月进入旺季 单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

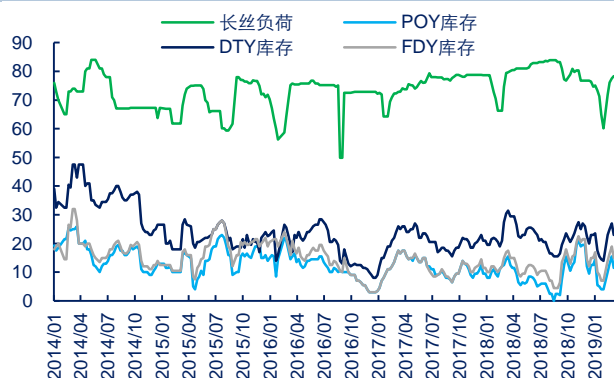
图32: 短纤产销率有明显的季节性表现 单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部



图33: 长丝开工走高带动库存出现拐点 单位: %、天



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图34: 短纤开工走高带动库存去化 单位: %、天



数据来源: CCFEI 中信期货研究部



四、结论与建议

2019 年二季度，PTA 偏多与乙二醇偏空的长期趋势将延续。但短期内，触及加工费和下游利润构成的价格上下边界后，二者的多空可能出现短暂反转。二者整体的走势节奏或呈前低后高态势。PTA 支撑或在 5200-5300 区间，乙二醇支撑或在 4500 附近，上行压力参考卖保盈利位。

市场的不确定因素，首先，关注供应端表示，PX 新增供应量是否会低于预期，进而令 PTA 价格的偏空影响减弱。乙二醇关注季节性检修是否能够弱于预期，进而令乙二醇去库存程度有限，乙二醇价格压力未能得到阶段性缓解。其次，关注需求的表现，一方面，终端需求增长偏空，或导致聚酯实际投产产能可能不及预期。另一方面，终端出口受中美贸易战的偏空影响或加剧。

操作上，建议把握阶段性行情，关注产业链供需格局调整变化对于 PTA 价格走势的指导作用。短线操作可参考加工费水平，PTA 低于 500 元/吨以下可考虑布置多单，高于 800 元/吨可考虑布置短线空单。乙二醇加工费低点参考国内石油制成本线。



免责声明

除非另有说明, 本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权, 任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明, 此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议, 且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠, 但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。中信期货有限公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下, 我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议, 且不承担担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址: 深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场 (二期) 北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编: 518048

电话: 400-990-8826

传真: (0755)83241191

网址: <http://www.citicsf.com>