

扩能不减，低价难解



走势评级: PTA: 震荡/MEG: 震荡
报告日期: 2020 年 7 月 8 日

★终端内外需复苏分化，聚酯累库压力转移但未消除

上半年纺织成品库存继续攀升，疫情后内需市场恢复势头较好，但纺服需求已经进入到中低速阶段，下半年难有爆发式增长。外需恢复的情况仍然不容乐观，传统纺服出口表现低迷。聚酯产销偏弱，在疫情尚未结束的大背景之下，投机性需求有限，下游补库的意愿将继续受制于高库存和资金压力。

★下半年 PTA 扩能兑现，加工费将承压

上半年 PTA 呈现高开工，高库存，高利润的格局，PX 与 PTA 扩能节奏不一致以及对于库存变化的敏感度不同使得产业链利润阶段性的向 PTA 端转移。今年待投产的装置预计在下半年陆续兑现，增量效应将非常大。长远来看，PTA 再度面临供应过剩的风险，实现再平衡依靠的是高成本边际产能的阶段性退出，也需要一个持续低加工费的环境。

★扩能阴霾持续笼罩，MEG 高库存难化解

上半年扩能没有导致产量大幅激增的主要原因在于二季度以来国内供应端受利润影响主动减产所致，但目前 MEG 面临的困局是煤制乙二醇开工率已经大幅下降，未来下降的空间非常有限，随着价格反弹，将有更多供给回归市场，需求端无法消化大量的集中扩能，化解过剩需要供应端的持续收缩。

★投资建议

PTA: 下半年 PTA 供需格局并不乐观，终端需求缓慢复苏，需求端提振影响有限。即便是在高库存的常态下，扩能也将是 PTA 绕不开的利空因素。从成本支撑的角度，PTA 扩能将帮助缓解 PX 供需矛盾，可能会在四季度对 PTA 形成成本支撑。下半年预计 PTA 运行在 3,300-3,900 元/吨区间内，三季度在扩能预期影响下，预计价格将兑现加工费压缩，单边建议以偏空思路对待，同时建议关注 9-1 反套。

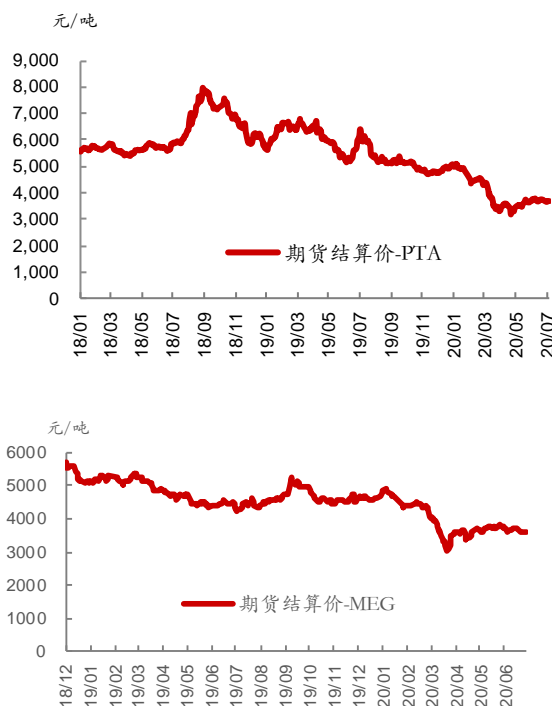
MEG: 需求增量已经无法匹配上游扩能，在本就是高库存的环境下，下半年的新增供应的冲击可能也将更为剧烈。在看到乙二醇库存有效去化前，期价将整体维持底部区间盘整，预计主力合约在 3,200-3,900 元/吨区间内波动，三季度装置重启计划偏多，价格阶段性的下行压力增加。

★风险提示

装置投产大幅延期，现有产能意外长时间停车

安紫薇 高级分析师(原油/PTA/MEG)
从业资格号: F3020291
投资咨询号: Z0013475
Tel: 8621-63325888-1593
Email: ziwei.an@orientfutures.com

主力合约行情走势图(PTA&MEG)



目录

1、2020 年上半年聚酯产业链回顾——成本坍塌与需求下滑，TA&EG 创新低	5
2、终端内外需复苏分化，聚酯累库压力转移但未消除	5
2.1、织造行业库存状况进一步恶化	5
2.2、终端纺服内外需复苏分化	6
2.3、聚酯产销持续偏弱，投机性需求难释放	8
3、下半年 PTA 扩能兑现，加工费将承压	11
3.1、二季度行业超预期利润依赖成本端的让利	11
3.2、扩能将在下半年兑现，低加工费时代临近	13
4、PX 供应冲击凸显，供应端调整和下游扩能是修复利润关键	14
5、扩能阴霾持续笼罩，MEG 高库存难化解	16
5.1、上半年国内煤制装置减产对缓解累库压力帮助有限	16
5.2、消化库存需要供给端持续的收缩	17
6、投资建议	18
7、风险提示	19

图表目录

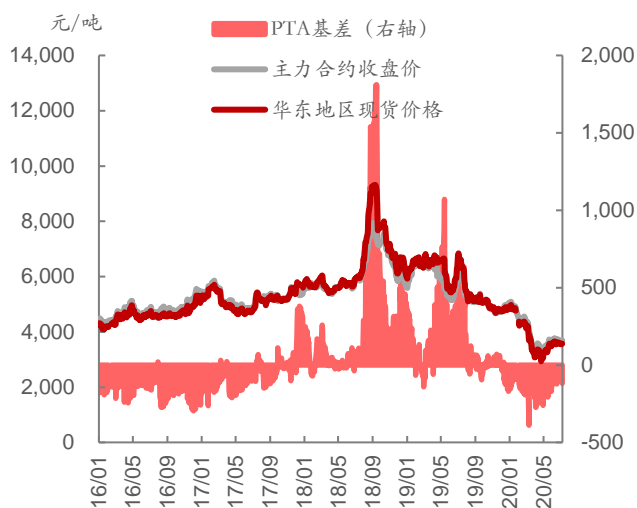
图表 1: PTA 期现货价格&基差	5
图表 2: MEG 期现货价格&基差	5
图表 3: 江浙织机开工率	6
图表 4: 纱线、坯布库存天数	6
图表 5: 中国轻纺城成交量	7
图表 6: 柯桥纺织市场景气指数及外贸景气指数	7
图表 7: 服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比	7
图表 8: 纺织企业亏损数及亏损额	7
图表 9: 纺织服装出口金额累计同比	8
图表 10: 1-4 月口罩及防护服出口占纺织品、服装比例	8
图表 11: 欧美纺织服装零售同比	8
图表 12: 欧美消费者信心指数	8
图表 13: 聚酯聚合体产量	9
图表 14: 涤纶长丝、短纤产销率 (4 周移动均值)	9
图表 15: 2020 年聚酯投产计划	9
图表 16: 涤纶长丝库存天数	10
图表 17: 涤纶长丝 vs 坯布库存	10
图表 18: 涤纶长丝 POY 与原料价差	11
图表 19: 涤纶短纤与原料价差	11
图表 20: PTA 月度产量	12
图表 21: PTA-PX 价差	12
图表 22: PTA 社会库存	12
图表 23: PTA 期货仓单数量	12
图表 24: 产业链各环节价差 vs 油价中枢	13
图表 25: 产业链月均价差环比变化	13
图表 26: 2020 年计划投产 PTA 产能统计	13
图表 27: 国内 PX 月度产量	14
图表 28: PX 当月进口量	14
图表 29: PX 供应结构	14
图表 30: PX 与 PTA 月度供需差	14
图表 31: PX-石脑油价差	15
图表 32: 亚洲装置开工率调查	15
图表 33: 2020 年国内 PX 投产计划	15
图表 34: 乙二醇月度产量	16

图表 35: 乙二醇月度进口量.....	16
图表 36: 乙二醇各工艺开工率.....	17
图表 37: 乙二醇港口库存.....	17
图表 38: 煤制乙二醇毛利.....	17
图表 39: 石油制乙二醇动态利润估算.....	17
图表 40: 2020 年乙二醇新产能投产计划.....	18
图表 41: PTA 9-1 价差历史变化.....	19

1、2020 年上半年聚酯产业链回顾——成本坍塌与需求下滑，TA&EG 创新低

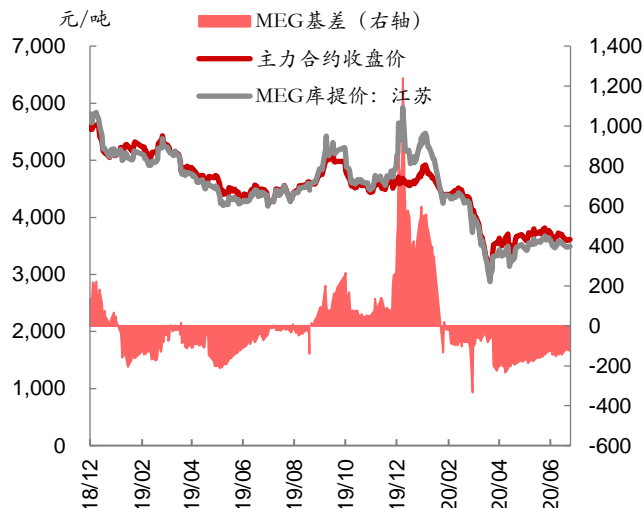
2020 年上半年，PTA 和乙二醇整体均呈现类似“L”型走势，一季度在新冠肺炎疫情率先在国内爆发，造成 PTA 下游复工复产推迟，终端需求降至冰点，使得产业链自上而下均大幅累库。3 月初，原油价格崩盘造成成本坍塌，在这双重利空下，TA 和 EG 期货价格一路下挫，纷纷刷新历史新低，乙二醇在 3 月末跌至 2,935 元/吨低点。4 月新冠疫情向海外蔓延，造成全球性的隔离封锁，外需骤减，PTA 在 4 月下旬跟随油价二次探底，主力合约下探至 3,128 元/吨的上市以来历史大底。随后油价触底反弹，然而 PTA 和乙二醇受困于供需基本面的疲弱，需求恢复缓慢，始终徘徊在底部区间盘整。

图表 1：PTA 期现货价格&基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：MEG 期现货价格&基差



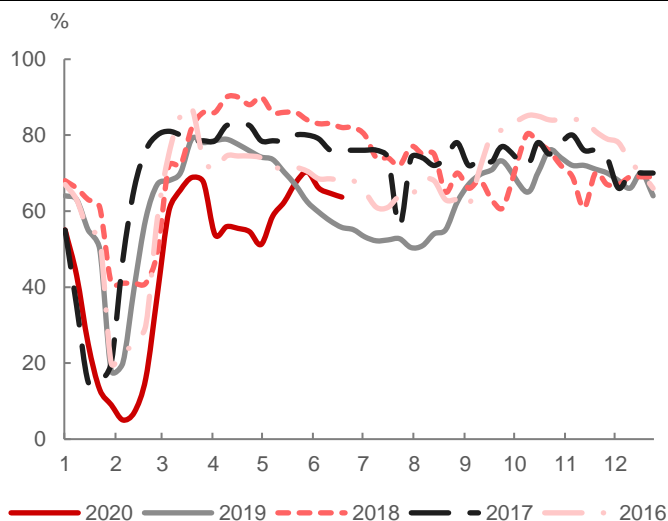
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、终端内外需复苏分化，聚酯累库压力转移但未消除

2.1、织造行业库存状况进一步恶化

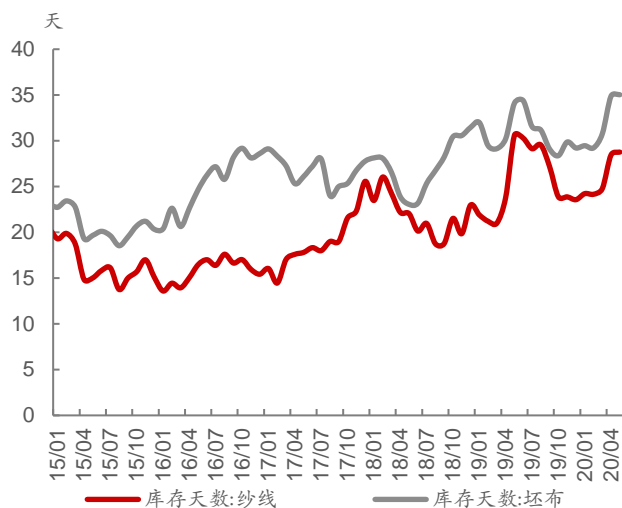
上半年爆发的新冠肺炎疫情对纺织业内外需造成巨大的冲击，即便织造工厂在国内疫情得到控制后复工复产，上半年织机开工率始终低于往年同期水平，开工率峰值仅七成左右，较正常水平偏低近十个百分点。然而需求恢复的速度远远滞后于生产恢复的速度，4 月海外疫情爆发，海外订单大量取消和延期交付，导致织机开工率一改旺季规律，转而下调，但即便如此，纺织成品库存仍在不断攀升，纱线和坯布库存攀升至 2015 年以来的峰值，织造企业面临巨大的资金压力。5 月之后，海外开始逐步解除隔离封锁，一些工厂加速交付之前接到的订单，推动织造开工率短暂回升，但阶段性的需求好转不具备持续性，随着“补交货”效应逐渐递减，新订单不足的状况逐渐暴露，淡季的特征明显，纺服企业订单持续性较差，且合同价格低于往年。

图表 3: 江浙织机开工率



资料来源: 隆众资讯

图表 4: 纱线、坯布库存天数



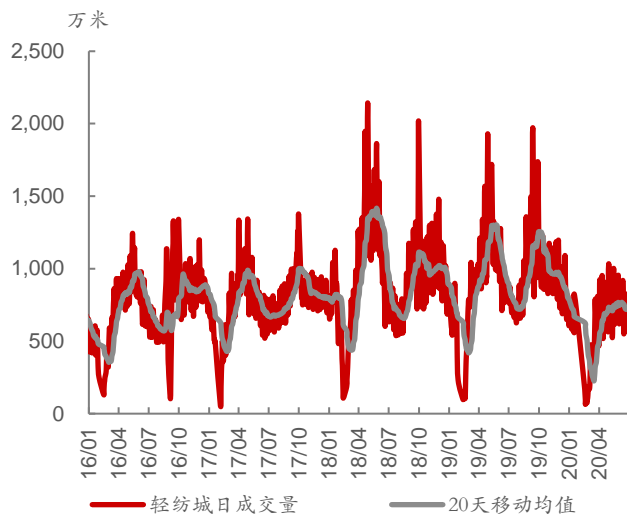
资料来源: Wind

2.2、终端纺服内外需复苏分化

上半年轻纺城成交量峰值仅有前两年同期的 60% 左右。至年中, 内需市场恢复势头较好, 国内 5 月份服装及纺织品类零售额基本接近去年同期的水平, 但 1-5 月累计值同比下滑 23.5%, 纺织行业亏损情况严重。纺织行业需求具有比较明显的季节性, 上半年损失的需求将很难在下半年被弥补回来。从季节性角度来说, 9 月份之后将迎来内需高峰, 事实上我们在疫情前就认为纺服需求将从高增速进入到中低增速阶段, 2019 年国内服装纺织品类零售增速已经较前几年明显下滑, 叠加疫情的影响, 居民消费意愿可能下降, 我们对下半年内销市场的预期是维持基本与去年持平的水平。

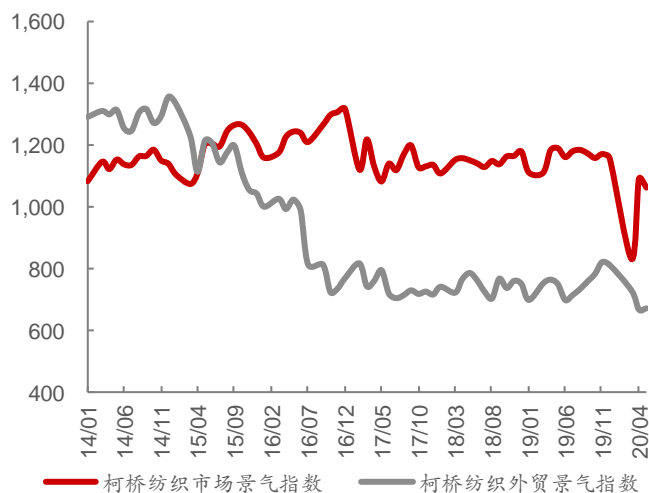
外需恢复的情况仍然不容乐观, 全球疫情的冲击下, 我国纺织服装出口大幅下滑, 前 5 个月, 我国纺织品服装累计出口总额 961.6 亿美元, 同比下降 3.4%, 降幅逐月收窄。数据看似恢复势头良好, 但背后出口结构的变化仍然能够反映出传统外需疲弱。纺织品服装出口呈现明显的“纺增服跌”的特点, 前 5 个月纺织品累计出口 579.5 亿美元, 同比增长 21.3%; 服装累计出口 382.1 亿美元, 同比下降 22.8%, 纺织品出口数据呈现亮眼表现依靠的是口罩等防疫物资出口的拉动。据海关统计数据显示, 1-4 月口罩出口额 88.55 亿美元, 防护服出口 8.01 亿美元, 口罩出口额占纺织品出口总额的比例达 22.6%, 成为纺织品出口的重要支撑, 具体到前三大纺服出口市场美国、欧盟和日本, 口罩出口占比均在 30% 以上, 欧盟更是高达 54%。防疫用纺织品出口增长显著, 而真正与 PTA 需求更直接相关的服装等传统纺织需求仍然表现低迷, 传统纺织服装出口仍面临诸多不确定性。据美国商务部统计, 二季度服装及服装配饰店零售同比一度暴跌超过 80%, 虽然欧美各国隔离措施解除已有近两个月, 从大趋势来说需求将环比改善, 以国内的恢复周期推算, 看到欧美需求明显起色可能需要等到四季度。疫情出现反复对居民消费意愿和消费能力造成的影响将持续较长时间, 消费信心恢复需要较长时间。

图表 5：中国轻纺城成交量



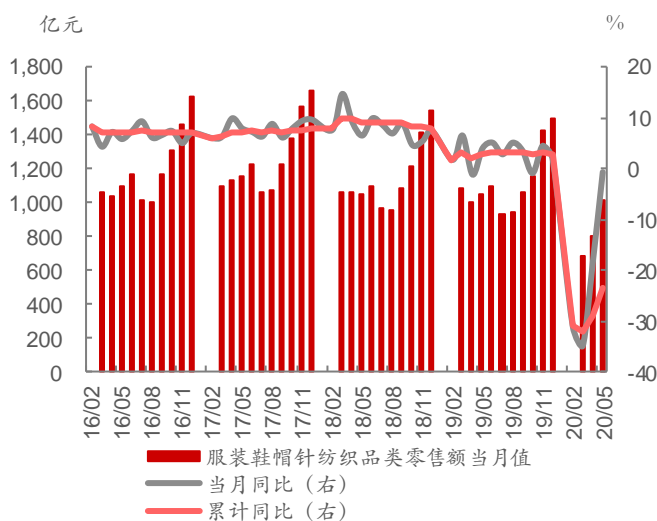
资料来源：CCFEI，东证衍生品研究院

图表 6：柯桥纺织市场景气指数及外贸景气指数



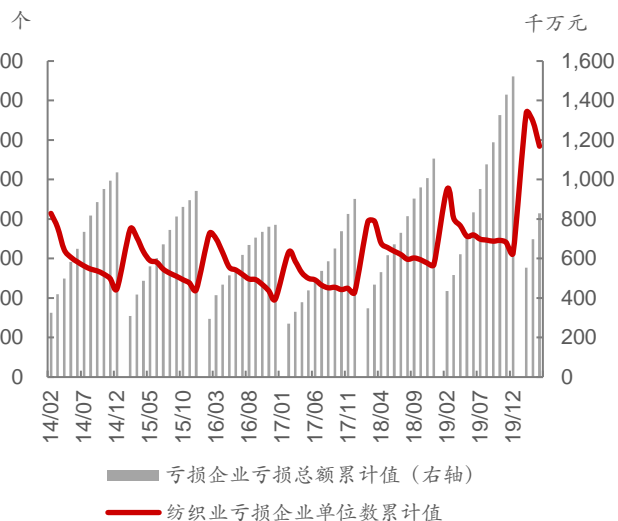
资料来源：Wind

图表 7：服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比



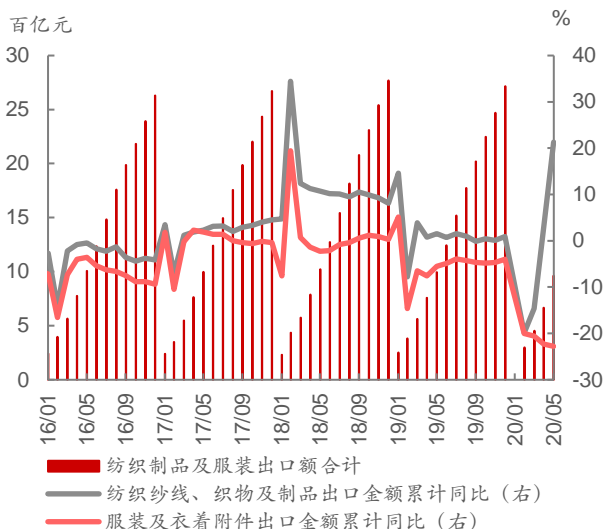
资料来源：Wind

图表 8：纺织企业亏损数及亏损额



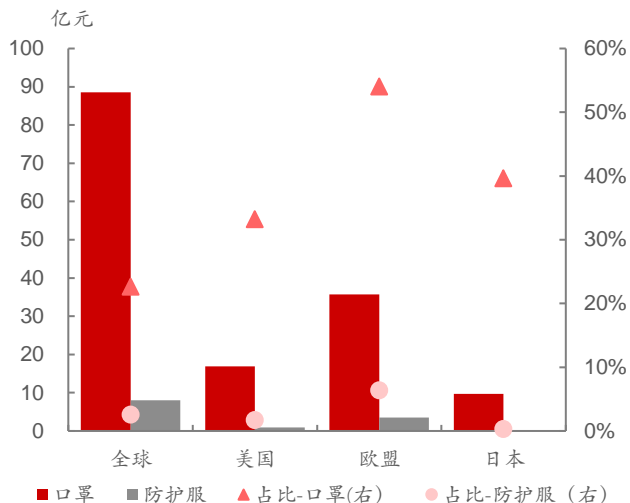
资料来源：Wind

图表 9: 纺织服装出口金额累计同比



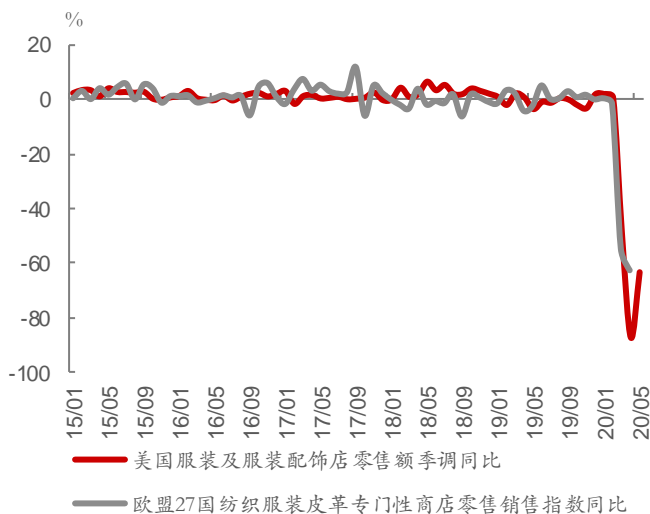
资料来源: Wind

图表 10: 1-4 月口罩及防护服出口占纺织品、服装比例



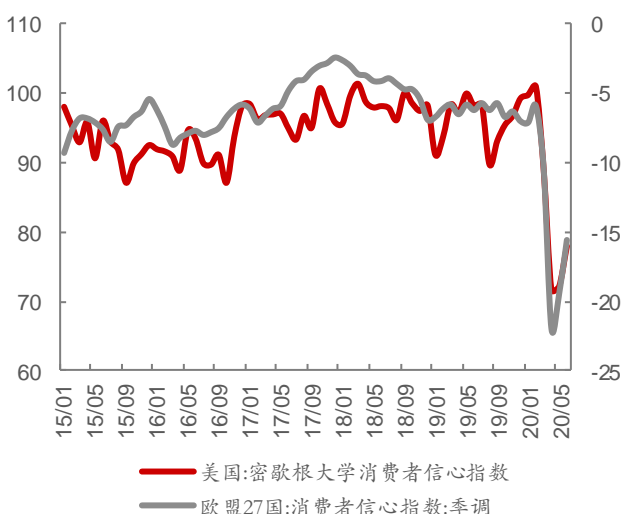
资料来源: 海关总署, 东证衍生品研究院

图表 11: 欧美纺织服装零售同比



资料来源: Wind

图表 12: 欧美消费者信心指数



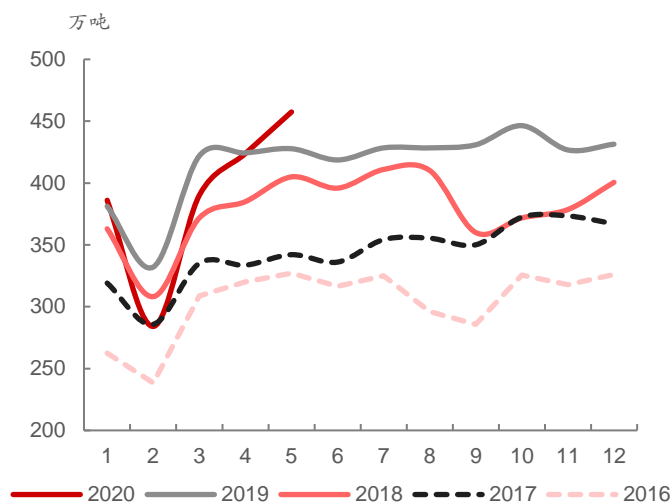
资料来源: Wind

2.3、聚酯产销持续偏弱，投机性需求难释放

由于疫情造成聚酯工厂在春节后的复产推迟，2020 年前 5 个月聚酯聚合体产量共计 1,941.7 万吨，同比小幅下降 45.7 万吨，5 月聚酯生产端完全恢复，当月产量实现同比正增长，按照单耗折算，折合 PTA 需求约 1,651 万吨。上半年聚酯新装置投产基本集中在二季度，累计新投产 240 万吨/年。生产端虽然恢复，但涤纶产销情况却始终不理想，需求低迷以及高库存进一步导致纺织工厂资金压力加剧，对原料补库谨慎，涤纶产销直

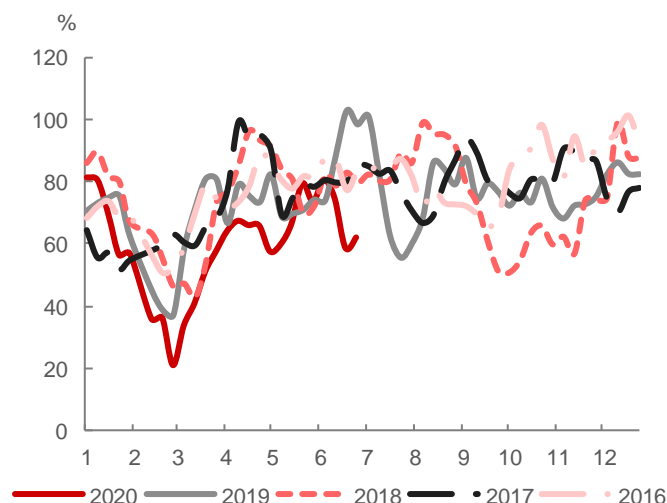
到5月份开始才逐渐追平往年同期水平，主要是由于下游阶段性的订单改善刺激补库需求释放，但随着下游开工率转弱，产销同样呈现回落趋势，在经济放缓与疫情尚未结束的大背景之下，投机性需求有限，终端需求如果始终没有实质性改善，下游补库的意愿将继续受制于高库存和资金压力。

图表 13: 聚酯聚合体产量



资料来源: CCFEI

图表 14: 涤纶长丝、短纤产销率 (4 周移动均值)



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 2020 年聚酯投产计划

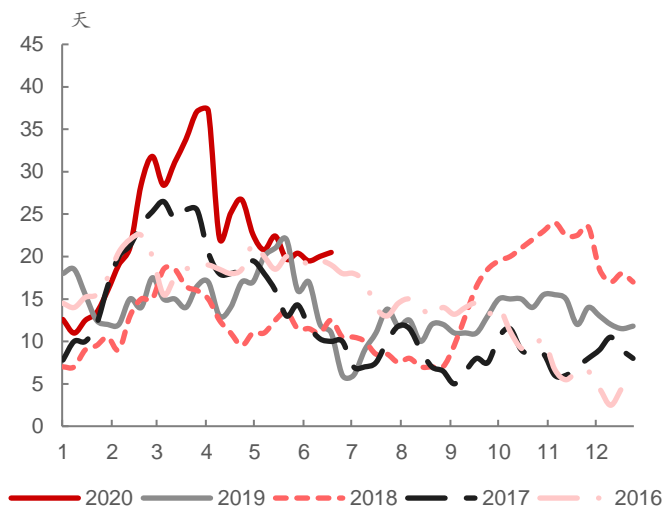
企业	计划产能	(计划) 投产时间	地点	产品
恒逸新材料	25	2 月已投产	海宁	涤纶长丝
万凯重庆	60	3 月已投产	涪陵	聚酯瓶片
恒逸逸鹏	25	3 月已投产	嘉兴	涤纶长丝
新凤鸣中益一期	30	4 月初已投产	嘉兴	涤纶长丝
大连逸盛	60	4 月初已投产	大连	聚酯瓶片
无锡华亚	20	5 月已投产	无锡	聚酯切片
恒力	10	5 月已投产	苏州	涤纶长丝
福建逸锦	10	6 月已投产	晋江	涤纶短纤
盛虹港虹纤维	25	6 月已投产	吴江	涤纶长丝
仪征化纤	20	6 月已投产	仪征	涤纶短纤
上半年已投产	285			
海南逸盛	50	2020 年二季度	海南	聚酯瓶片
桐昆恒超	50	2020 年三季度	嘉兴	涤纶长丝
浙江三维	20	2020 年三季度	台州	涤纶长丝
福建百宏	20	2020 年三季度	晋江	涤纶长丝

恒逸新材料	25	2020 年三季度	海宁	涤纶长丝
华西化纤	10	2020 年四季度	江阴	涤纶短纤
天龙新材料	20	2020 年四季度	锦州	涤纶长丝、短纤
新凤鸣中益二期	30	2020 年四季度	嘉兴	涤纶长丝
扬州富威尔	5	2020 年下半年	扬州	涤纶短纤
下半年待投产	230			

资料来源：卓创资讯，CCFEI，东证衍生品研究院

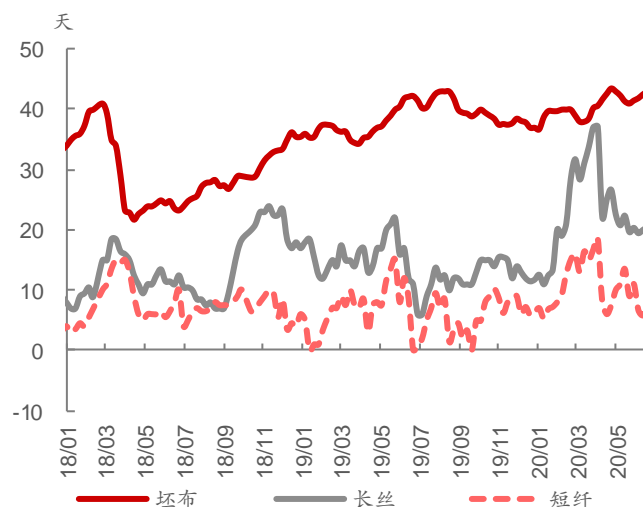
由于需求疲弱，因此聚酯库存在一季度大幅攀升，长丝库存一度超过 35 天，这导致聚酯利润迅速恶化。4 月初，在织机开工率恢复，聚酯工厂降价促销等多个因素共同作用下，聚酯库存出现一波快速下降，但如果对比涤纶与纺织品的库存变化可以发现，下游库存仍在创新高，一部分库存是被转化为终端产品库存的形式累积，产业链去库的通道并未真正打通，聚酯库存压力只是阶段性的转移到下游。二季度聚酯集中投产主要是在去库的环境下，三季度面临纺织淡季，聚酯累库压力上升，对新装置投产可能也将产生一定拖累。

图表 16：涤纶长丝库存天数



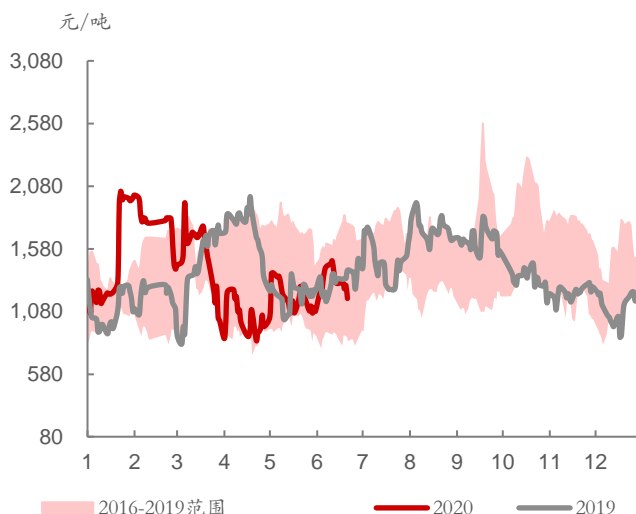
资料来源：卓创资讯

图表 17：涤纶长丝 vs 坯布库存



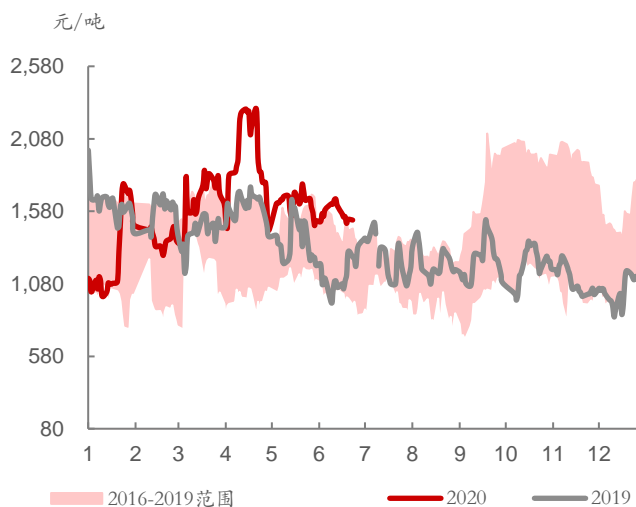
资料来源：卓创资讯，Wind

图表 18: 涤纶长丝 POY 与原料价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 涤纶短纤与原料价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

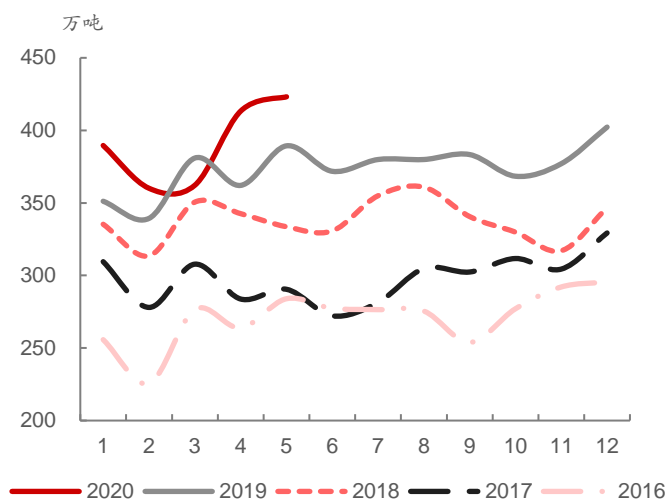
3、下半年 PTA 扩能兑现，加工费将承压

3.1、二季度行业超预期利润依赖成本端的让利

上半年 PTA 呈现高开工，高库存，高利润的格局。处于扩能周期下，PTA 供应继续保持大幅增长的趋势，前 5 个月产量 1,948 万吨，同比增长 125 万吨（或 7%），高开工率背后的支撑是高加工利润。然而需求受到疫情的冲击远胜于上游，也导致 PTA 社会库存大幅攀升，5 月下旬社会库存超过 380 万吨。固体化工本身对库存水平的敏感度要低于液体化工，并且在期货升水现货的结构下，仓单数量大幅增长，110 万吨左右的库存被固化成期货库存，缓解了一部分流通库存的压力。

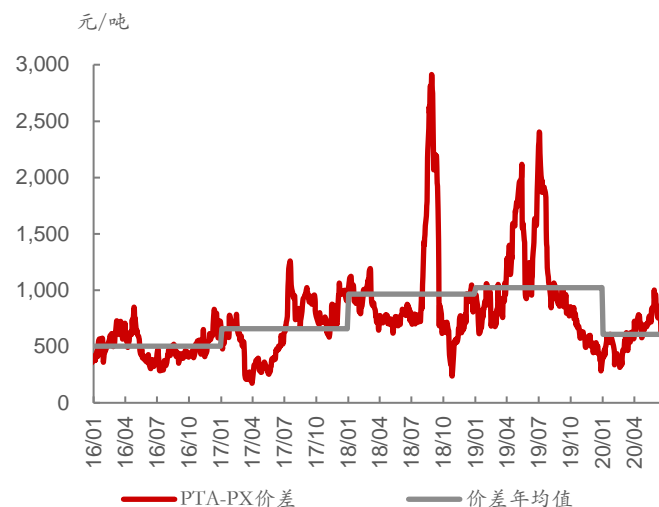
年初市场预期 2020 年 PTA 集中扩能将导致加工费处于被压制的状态，一季度确实如此，加工费维持在 500 元/吨以下。进入二季度，虽然库存持续创新高，但 PTA 加工利润反而在扩大，究其原因在于产业链 PX 与 PTA 对于库存变化的敏感度不同而产生的阶段性的上游让利给下游的情况。年初 PX 新装置投产一次性释放了 400 万吨/年产能，远高于下游，即便在疫情期间 PTA 生产受到影响有限，PX 库存也在快速上升，而 PX 作为液体化工对胀库更为敏感，高库存导致加工费压缩剧烈于 PTA，产业链利润阶段性的向 PTA 端转移，4-5 月 PTA 加工费基本保持在 700 元/吨以上，因此生产端主动调整的意愿有限，检修偏少，6 月以来加工费的逐渐收缩主要依靠的是原料价格的上涨。

图表 20: PTA 月度产量



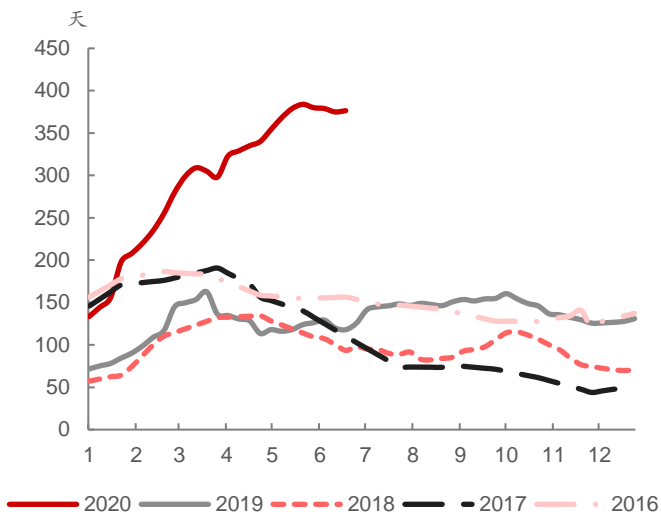
资料来源: CCFEI

图表 21: PTA-PX 价差



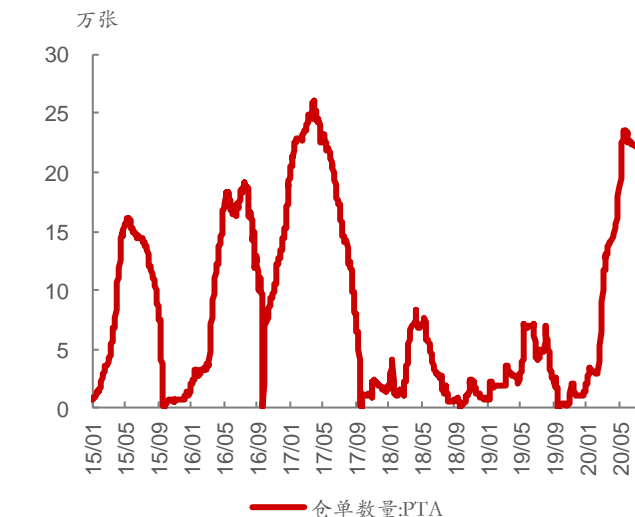
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: PTA 社会库存



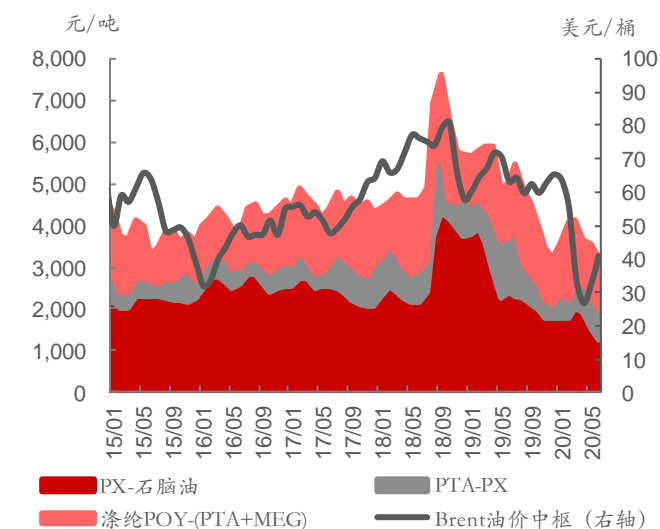
资料来源: 卓创资讯

图表 23: PTA 期货仓单数量



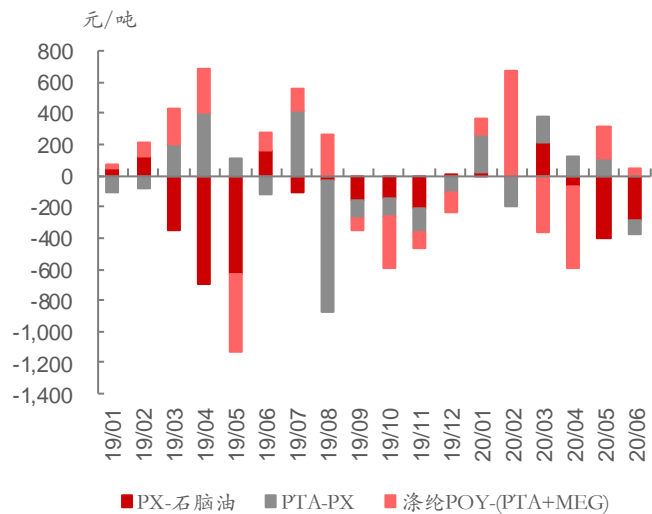
资料来源: Wind

图表 24：产业链各环节价差 vs 油价中枢



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 25：产业链月均价差环比变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3.2、扩能将在下半年兑现，低加工费时代临近

上半年市场的关注重点集中在疫情及需求端，对扩能的关注有限。PTA 扩能计划小幅延期，原计划 3 月投产的恒力新装置#5 推迟至 6 月底才开始投料开车。下半年随着需求逐渐进入恢复期，市场对于扩能的关注预计又将上升。今年待投产的装置预计在下半年陆续兑现，待投产的几套装置均是 200 万吨/年以上产能级别的大装置，增量效应将非常大。虽然上半年推迟的检修预计将随着加工费回落在下半年兑现，检修规模扩大，估算有近 3000 万吨/年产能未检修，按照平均半个月测算，产量损失规模 125 万吨左右，恒力 5#和新凤鸣两套装置如期投产所带来的供应增量就将大部分抵消，想要实现有效去库需要供应端有例行检修以外的减产。长远来看，PTA 再度面临供应过剩的风险，实现再平衡依靠的是高成本边际产能的阶段性退出，也需要一个持续低加工费的环境。

图表 26：2020 年计划投产 PTA 产能统计

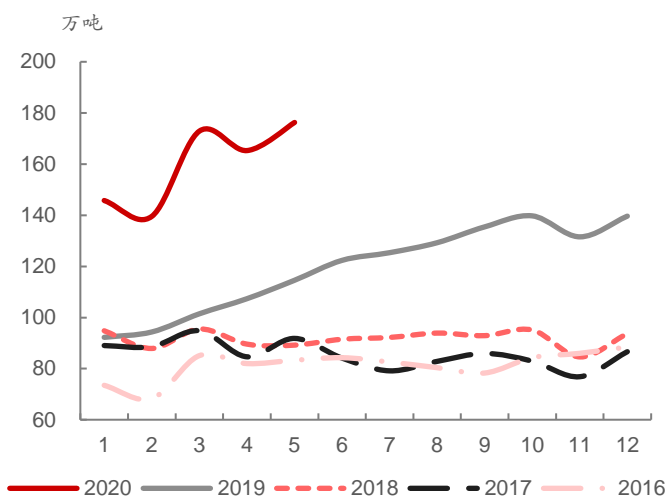
生产企业	产能（万吨/年）	计划投产时间
中泰化学	120	2020 年 1 月已投产
恒力石化#4	250	2020 年 1 月已投产
恒力石化#5	250	2020 年 6 月 29 日单线 125 万吨投料开车，另一条线预计 7 月上旬
新凤鸣（二期）	220	计划 2020 年 9 月底
福建百宏	250	计划 2020 年四季度
宁波逸盛	330	计划 2020 年四季度

资料来源：卓创资讯

4、PX 供应冲击凸显，供应端调整和下游扩能是修复利润关键

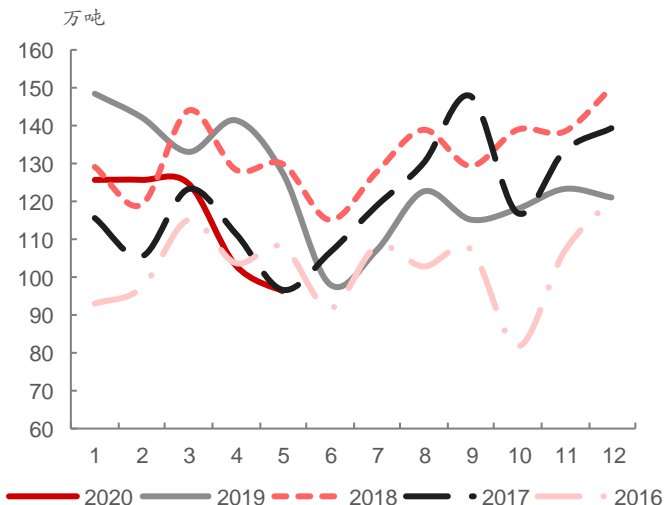
浙石化 400 万吨/年新装置如期在今年 2 月投产，国内产能进一步上升使得产量维持高速增长，1-5 月国内 PX 产量 800 万吨，同比增长 289.7 万吨（或 56.8%）。国内产量增长，下游合约货减量相应挤出部分进口，前 5 个月 PX 进口量 575.3 万吨，同比下降 117.1 万吨，国内产量超过进口量，进口依存度下降至 41%。

图表 27：国内 PX 月度产量



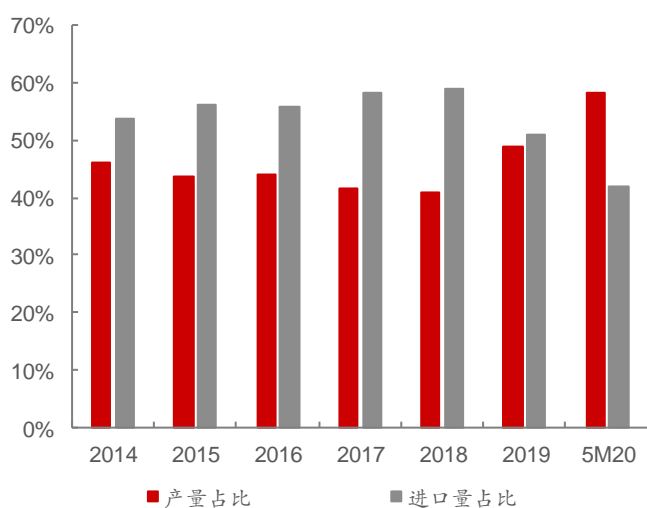
资料来源：CCFEI

图表 28：PX 当月进口量



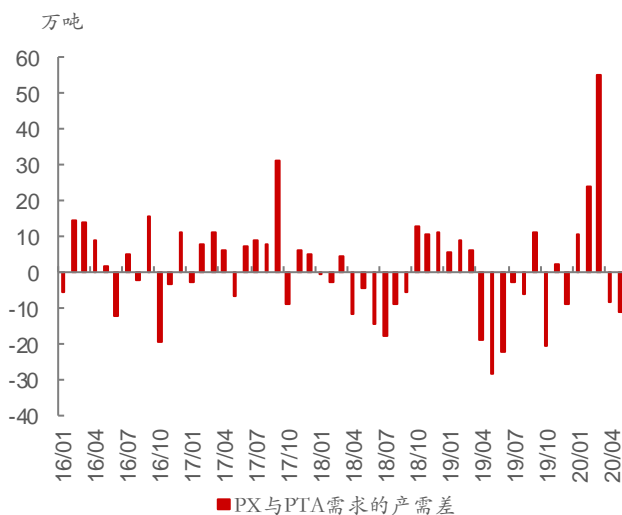
资料来源：海关总署

图表 29：PX 供应结构



资料来源：CCFEI，东证衍生品研究院

图表 30：PX 与 PTA 月度供需差

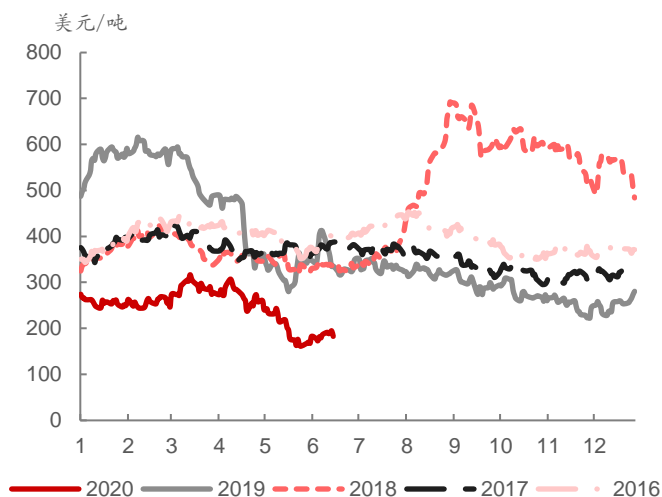


资料来源：CCFEI，东证衍生品研究院

第一波民营大炼化的扩能全部兑现，进入到了实质供应冲击的阶段，特别是在疫情对下游需求影响更大的大环境下，上游供应扩张的速度远超需求，因此国内 PX 社会库存在 2-3 月份大幅攀升，供需矛盾进一步恶化显著挤压 PX 利润，自 4 月以来 PXN 持续走低至创新低的 160 美元/吨附近。低利润引发供应端的部分调整，韩国，印度的工厂降负，亚洲市场部分装置检修延长，整体开工率有所下降，导致 PXN 触底反弹，但修复的幅度尚不明显。

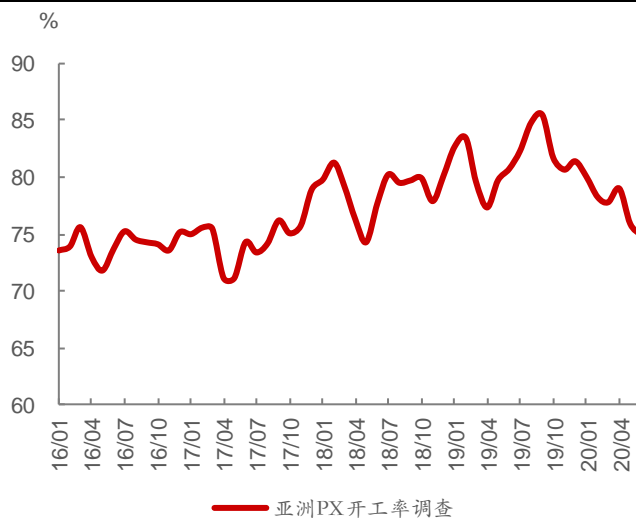
事实上，从去年四季度 PXN 跌至 300 美元/吨以下开始，亚洲范围内供应端的调整就已经开始了，特别是一些流程短的小产能装置首当其冲，日本 JXTG 从今年以来 PX 装置开工率整体下调至 60%，几套小产能的装置大部分时间都是处在关停状态。二季度 PXN 均值仅 225 美元/吨左右，这一水平已经到了几乎全行业亏损的状态，如同 2015-2016 年的 PTA，PX 也将经历一段“苦日子”，低利润将倒逼行业洗牌。下半年，国内仍有 180 万吨/年新装置待投产，低利润可能使得投产存在一定延期的现象。此外，三季度若恒力与新凤鸣二期 PTA 装置投产顺利，预估能够对应 125 万吨以上的 PX 需求增量，PTA 持续扩能对于缓解 PX 供需矛盾将起到重要作用。

图表 31: PX-石脑油价差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 32: 亚洲装置开工率调查



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 33: 2020 年国内 PX 投产计划

地区	企业	设计产能 (万吨/年)	计划投产时间
舟山	浙石化一期	400	2020 年 1-2 月已投产
东营	东营威联化学	100	2020 年 8 月
泉州	中化泉州	80	2020 年四季度

资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

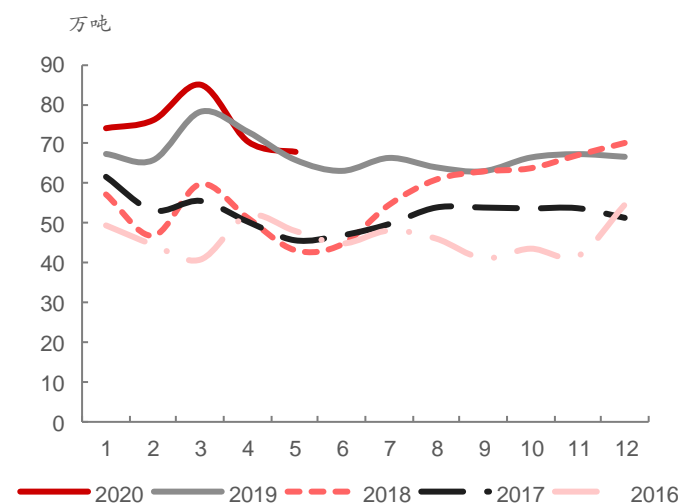
5、扩能阴霾持续笼罩，MEG 高库存难化解

5.1、上半年国内煤制装置减产对缓解累库压力帮助有限

2020 年前两个月，国内乙二醇新装置集中投产，恒力、浙石化和内蒙荣信三套产能合计高达 295 万吨/年，3 月国内单月产量大幅增长。1-5 月全国乙二醇产量 374 万吨，同比增长 23.5 万吨（或 6.7%）。扩能没有导致产量大幅激增的主要原因在于二季度以来国内供应端受利润影响主动减产所致。同期进口量维持高位，1-5 月国内乙二醇进口 459 万吨，同比增长 18.1 万吨（或 4.1%），自美国的进口量明显增长，2019 年美国几套新装置投产以及新冠疫情导致海外市场需求疲弱，在一定程度上加剧货源流向中国市场。

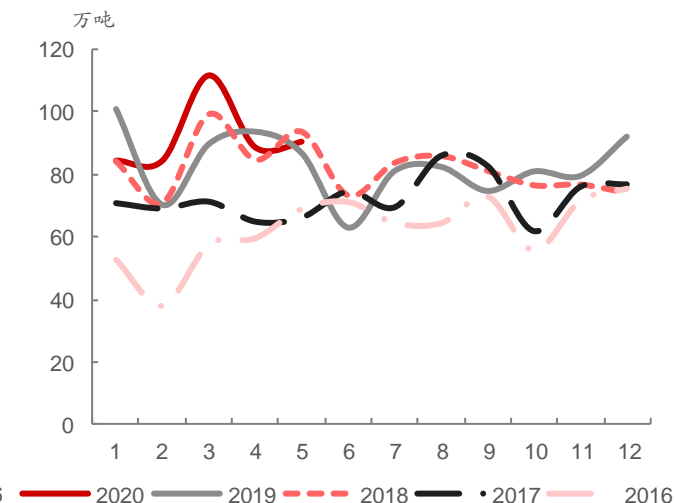
伴随着 3 月以来乙二醇价格的大幅下跌，国内煤制乙二醇生产亏损严重，同去年类似，低价引发煤制乙二醇长时间减产，国内非乙烯制乙二醇工艺开工率从 3 月末的 60%一路降至 6 月初的 30%。然而与去年情况不同的是，煤制装置的大规模减产没能帮助库存有效去化，华东港口库存从年初以来持续攀升，国内石油制工艺扩能以及高进口使得供应始终维持宽裕的状态。

图表 34：乙二醇月度产量



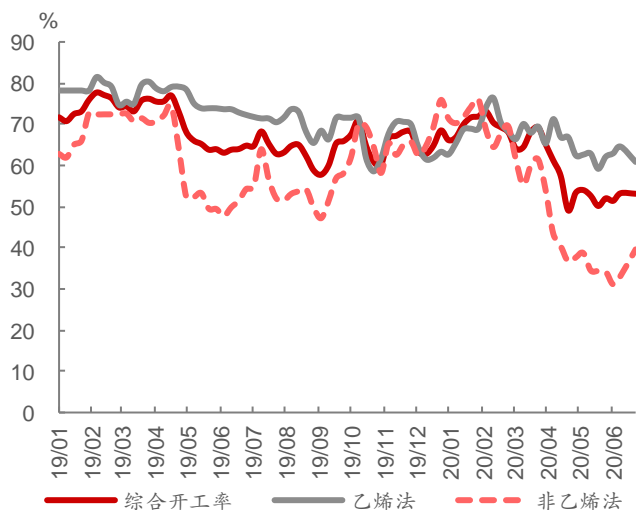
资料来源：隆众资讯

图表 35：乙二醇月度进口量



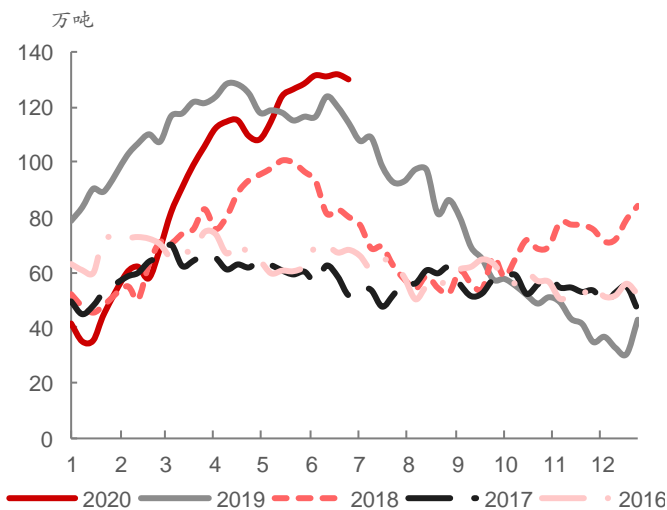
资料来源：海关总署

图表 36: 乙二醇各工艺开工率



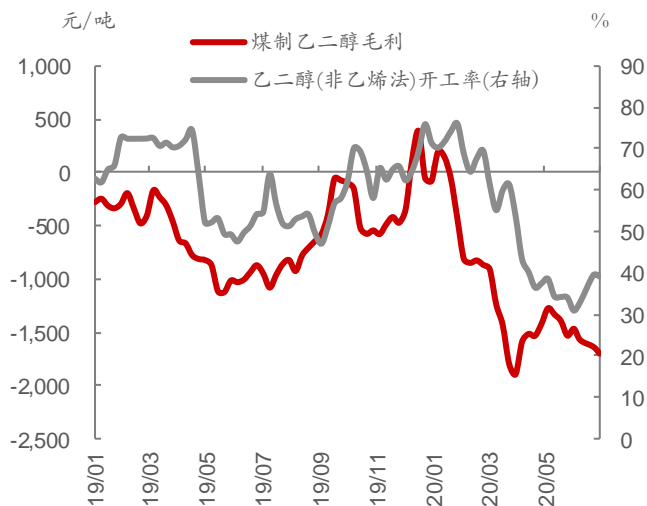
资料来源: 隆众资讯

图表 37: 乙二醇港口库存



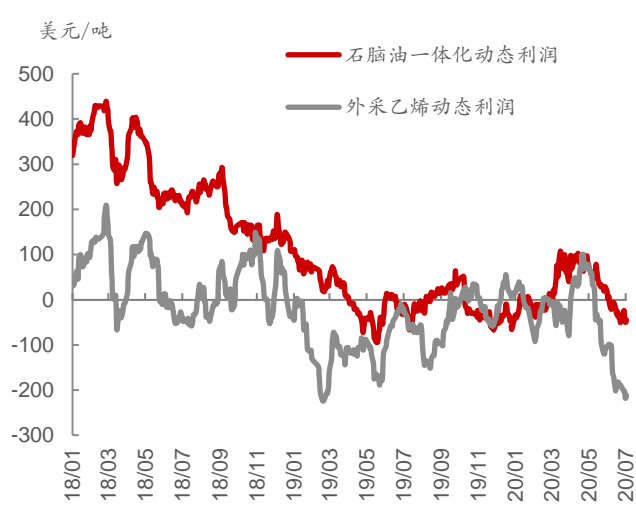
资料来源: 隆众资讯

图表 38: 煤制乙二醇毛利



资料来源: 隆众资讯

图表 39: 石油制乙二醇动态利润估算



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5.2、消化库存需要供给端持续的收缩

尽管上半年聚酯的扩能规模并不小, 但相比乙二醇的扩能, 还是显得有些杯水车薪, 从扩能计划来看, 乙二醇的扩能并未结束, 抛开不确定性较强的煤制小产能装置, 炼化配套装置还有中科炼化和中化泉州两套合计 90 万吨/年装置待投产, 煤制装置投产计划中, 新疆天业 20 万吨/年新产能已开始试车, 全年的新增产能扩能可能将达到 405 万吨/年。上半年扩能没有引发供应冲击, 依靠的是煤制装置集中减产, 一体化装置降负转产, 但目前 MEG 面临的困局是煤制乙二醇开工率已经大幅下降, 未来下降的空间非常

有限，随着价格反弹，将有更多供给回归市场，在此情况下，新增产能又将给供应端带来新的冲击。即便下半年聚酯扩能都能兑现，全年聚酯新增产能对应乙二醇产能需求增量也仅 180 万吨/年，远远小于目前已经投产的产能规模，并且我们认为聚酯新增计划全部投产难度不小。需求端无法消化大量的集中扩能，下半年乙二醇过剩的压力依然非常大，化解过剩依然需要供应端的收缩，这就意味着乙二醇价格可能会维持在煤制装置盈亏平衡附近，价格反弹将导致供应回归，将使得上涨不可持续。

图表 40：2020 年乙二醇新产能投产计划

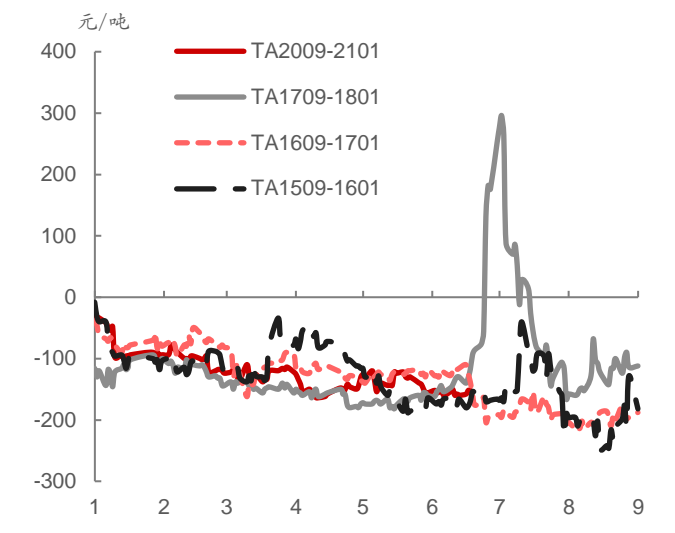
企业	地区	工艺	计划产能（万吨/年）	计划投产时间
兖矿荣信	内蒙古	煤制	40	2020 年 1 月已投产
恒力石化	辽宁	石油制	180	2020 年 2 月已投产
浙石化	浙江	石油制	75	2020 年 2 月已投产
中科炼化	广东	石油制	40	6 月炼油已投产，计划 8 月打通化工全流程
中化泉州	福建	石油制	50	计划 8 月底至 9 月初投料试车
新疆天业	新疆	煤制	20	6 月已开始试车
古雷炼化	福建	石油制	70	计划 2020 年 3 季度

资料来源：隆众资讯，公开资料

6、投资建议

PTA：对于下半年的 PTA 市场，我们认为主要有以下三个方面值得重点关注，终端需求恢复情况，PTA 扩能进度以及成本支撑。从供需基本面的角度来说，下半年 PTA 供需格局并不乐观，产业链自上而下在累积了大量的库存，二季度虽然累库幅度放缓，但去化困难，特别是织造环节无法顺畅的去库始终对上游是负反馈。下半年终端需求缓慢复苏，复苏的程度分化，内需市场的情况预计尚可，但外需在疫情的阴霾下，恢复的程度面临较大不确定性，需求端提振影响有限。即便是在高库存的常态下，扩能也将是 PTA 绕不开的利空因素，供需矛盾面临加剧的风险，PTA 进入低加工费阶段。从成本支撑的角度，PTA 扩能将帮助缓解 PX 供需矛盾，PX 利润存在修复空间，可能会在四季度对 PTA 形成成本支撑。下半年预计 PTA 运行在 3,300-3,900 元/吨区间内，三季度在扩能预期影响下，预计价格将兑现加工费压缩，单边建议以偏空思路对待，同时建议关注 9-1 反套。

图表 41: PTA 9-1 价差历史变化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

MEG: 上半年煤制装置集中减产抵消了扩能的供应增量, 但未能缓解乙二醇累库压力。随着价格回升, 供应增量的潜力巨大。需求增量已经无法匹配上游扩能, 在本就是高库存的环境下, 下半年的新增供应的冲击可能也将更为剧烈。缓解供需矛盾需要供应端做出持续的调整, 需要低价的配合, 我们认为在看到乙二醇库存有效去化前, 期价将整体维持底部区间盘整, 预计主力合约在 3,200-3,900 元/吨区间内波动, 三季度装置重启计划偏多, 价格阶段性的下行压力增加。

7、风险提示

装置投产大幅延期, 现有产能意外长时间停车。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

安紫薇

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com