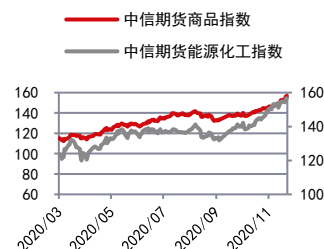


强现实&弱预期：5 月重迎供需拐点

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

二季度聚酯市场或呈现“前高后低”的状态，品种选择以及节奏上，短期阶段性更看好 PTA 和乙二醇，我们认为，PTA 会受益于供应的调整，乙二醇会受益于库存的继续去化；二季度中后期，更看好短纤。



摘要：

观点：

低基数带来高增长：上半年国内纺织、服装社会零售总额同比增速接近 30%；纺织、服装出口维持高景气度，海外市场再库存或继续支撑国内纺织、服装出口，上半年纺织、服装出口同比增速或在 18%~20%。

聚酯高开工与弱产销是市场面临的主要矛盾，受此影响，聚酯库存在加快回补，我们预计到 4 月份中旬聚酯库存分位数将重新回到 90%附近，需要关注聚酯库存的潜在压力，未来一段时间，聚酯产销的提升亦或是供应的调节是必要的。

PTA 阶段性供需改善，但长期过剩压力持续存在。短期来看，受益于装置的集中检修，阶段性 PTA 供给存在一定的缺口，总量的改善是显著的；5 月份供应的压力会重新体现，尤其是市场要面临中金新材料 PTA 装置的投产。

乙二醇仍处在去库的趋势之中，我们认为，伴随着进口量缓慢修复、国内产量重心的上行，乙二醇供需拐点最快将于 4 月中下旬出现，5 月份或许才真正迎来明显的库存累积。

操作策略：PTA、乙二醇以及短纤价格波动率高，更适用期权管理价格风险；交易节奏上，二季度初期更看好 PTA 和乙二醇，二季度中后期更看好短纤；品种对冲上，PTA 加工费上行、MEG 加工费下行是潜在的交易机会。

风险因素：(一) 终端纺织、服装需求扩张的预期的兑现程度；(二) PTA 检修计划未兑现风险、PTA 期货仓单连续注销风险；(三) 乙二醇进口超预期恢复、国内乙二醇产能超预期投放风险。

化工组研究团队

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

黄谦
021-60812989
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

颜鑫
021-80365289
yanxin@citicsf.com
从业资格号：F3048534
投资咨询号：Z0015561

目 录

摘要:	1
一、一季度聚酯产业链回顾	5
二、纺织服装：二季度增速边际走弱	6
（一）纺织、服装：低基数下的高增长	6
（二）纺织、服装：二季度需求增速下行	6
三、聚酯：库存加快在回补，或迎来主动去库	8
（一）聚酯产能投放，助力产量上行	8
（二）聚酯出口恢复，增速相对温和	9
（三）聚酯或由被动再库存到主动去库转变	10
（1）高开工&弱产销下，聚酯库存加速回补	10
（2）聚酯面临主动去库存压力	11
三、PTA 和乙二醇市场及展望	12
（一）PTA 阶段性集中检修，供需阶段性改善	12
（1）PTA 产能兑现，但产量低于预期	12
（2）PTA 出口扩张缓和国内市场过剩压力	13
（3）PTA 加工费、价差变化及其影响	13
（二）MEG：供需 5 月份或迎来拐点	15
（1）国外装置检修，乙二醇进口减量	15
（2）进口减量驱动国内库存加快去化	16
（3）国外装置恢复适逢国内产能投放	17
四、结论与建议	19
五、风险提示	20
免责声明	21

图目录

图表 1: PTA、乙二醇价格走势	5
图表 2: 聚酯熔体成本、涤纶短纤价格走势	5
图表 3: 国内纺织、服装社会零售额及同比增速	6
图表 4: 纺织服装出口额及同比增速	6
图表 5: 批发商服装及服装面料销售额变化	7
图表 6: 批发商服装及服装面料库存变化	7
图表 7: 聚酯月度产能变化	8
图表 8: 聚酯月度产量变化	8
图表 9: 聚酯装置开工率变化	9
图表 10: 直纺涤纶长丝开工率变化	9
图表 11: 直纺涤纶短纤开工率变化	9
图表 12: 聚酯瓶片开工率变化	9
图表 13: 聚酯月度出口量变化	10
图表 14: 聚酯月度出口量季节性变化	10
图表 15: 聚酯库存分位数变化	11
图表 16: POY 库存分位数变化	11
图表 17: 涤纶长丝平均产销	11
图表 18: 聚酯现金流与产销变化	11
图表 19: PTA 产能及产能增速	12
图表 20: 产能匹配角度看 PTA 缺口	12
图表 21: PTA 月度产量变化	12
图表 22: PTA 产量同比增速	12
图表 23: PTA 月度出口量变化	13
图表 24: PTA 重点地区月度出口量	13
图表 25: PTA 现货加工差走势	14
图表 26: PTA 期货加工差走势	14
图表 27: PTA 现货与均价价差走势	14
图表 28: PTA 现货基差走势	14
图表 29: PTA 期货端占用的实物库存量	15
图表 30: PTA 期货库存在总库存中所占的比重	15
图表 31: 乙二醇月度进口量	15
图表 32: 乙二醇季度进口量变化	15
图表 33: 2016 年以来一季度乙二醇总产量	16
图表 34: 一季度乙二醇产量环比变化	16
图表 35: 乙二醇库存总量及库存天数	17

图表 36: 乙二醇华东主港库存.....	17
图表 37: 国外乙二醇检修装置产能总规模.....	17
图表 38: 乙二醇区域市场相对价格变化.....	17
图表 39: 石脑油核算乙二醇现金流.....	18
图表 40: 国内煤制乙二醇生产的现金流.....	18
图表 41: 国内乙二醇产量增速.....	18
图表 42: 国内乙二醇总产量同比增速.....	18
图表 43: 乙二醇产能基数变化.....	19
图表 44: 乙二醇产能基数同比增速.....	19
图表 45: 乙二醇产量预期进一步提升.....	19
图表 46: 乙二醇将迎来库存拐点.....	19

一、一季度聚酯产业链回顾

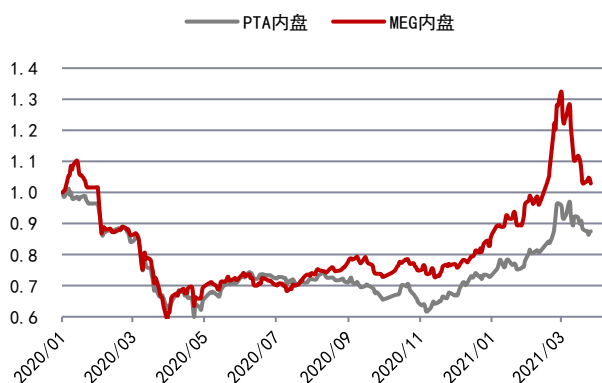
PTA 和乙二醇、短纤价格趋势保持一致，但阶段性强弱存在明显的差别。总的来讲，2020 年短纤市场价格表现好于原料 PTA 和乙二醇，乙二醇价格表现好于 PTA；2021 年一季度 PTA 偏弱的表现没有明显变化，但乙二醇和短纤之间的强弱关系发生了转变，从价格比较来看，乙二醇价格高点要比疫情前高 30%，短纤价格高点要比疫情前高 20%，PTA 价格高点基本回到疫情前水平。

对于 PTA 和乙二醇、短纤市场来讲，除原油的共同影响之外，品种不同的基本面情况以及不同的市场预期也是价格表现强弱分明的重要原因。乙二醇市场在国内产能投放延期、寒潮导致美国乙二醇产能集中中断之下，对供应偏紧的预期是比较强的，这带来了价格的高弹性；短纤价格在投资性需求以及下游追涨备货刺激下也有大幅的走高。PTA 价格的动能更多来自成本端上行的影响，尤其在原油价格反弹、PX 供应缩量的影响之下，PTA 价格也在成本的抬升下而走高，但受制于基本面预期的不佳，在乙二醇以及短纤等品种都完全修复并有明显涨幅的情况下，PTA 价格高点也仅回到疫情前水平。

进入 3 月份之后，不论是估值的角度亦或是波动率的角度，是做多意愿下降的重要原因。从市场来看，一方面在经历 2 月份价格的反弹之后，不论是乙二醇亦或是短纤，在估值上已经变的不便宜了；另一方面，当乙二醇以及短纤价格反弹至高位之后，价格波动率开始变的更高了，其中，乙二醇价格的波动率甚至回到 2020 年疫情爆发时期的水平。

当然 PTA、乙二醇以及短纤价格在 3 月份的下跌，背后也有不同的原因。PTA 至少在成本端有了明显的回落；乙二醇市场更多的在交易供应的扩张上，一方面价格反弹带动了国内产量的进一步恢复，同时，包括浙江石化、卫星石化等装置进展消化的陆续出来，供需预期以及市场的情绪阶段性都受到了较大的影响；短纤更直接的是受制于下游生产恢复之后的消化原料库存的过程。

图表 1：PTA、乙二醇价格走势



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：涤纶短纤价格走势



资料来源：Wind 中信期货研究部

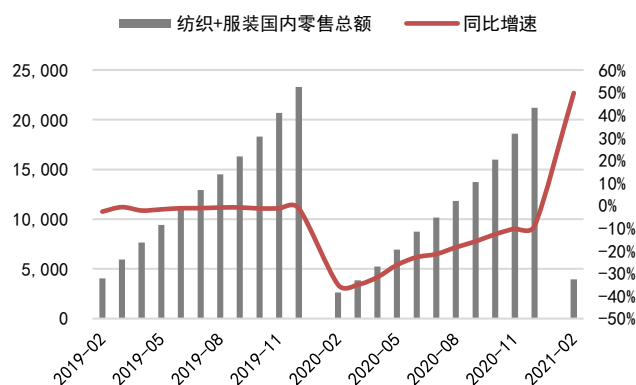
二、纺织服装：二季度增速边际走弱

(一) 纺织、服装：低基数下的高增长

1~2 月份国内纺织、服装社会零售总额近 3950 亿元，同比增长 49.8%，分项来看，服装类社会零售总额近 1689 亿元，同比增长 53.1%，而服饰以及纺织品类社会零售总额近 2262 亿元，同比增长 47.6%。

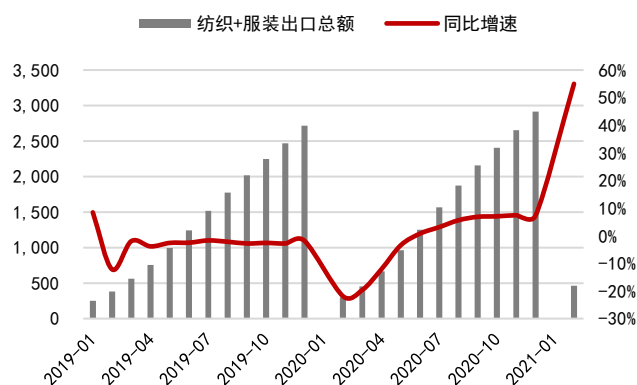
1~2 月国内纺织、服装出口总额近 460 亿美元，同比增长近 55%，分项来看，服装类出口近 240 亿美元，同比增长 50%，而纺织品出口近 220 亿美元，同比增长超过 60%。

图表 3：国内纺织、服装社会零售额及同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 4：纺织服装出口额及同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

1~2 月国内纺织、服装需求增长的扩张，一个重要的原因在于 2020 年需求基数的下降。若剔除基数的影响，以 2019 年同期作为基准，则国内纺织、服装社会零售总额复合增长率基本在 0 附近，但是纺织、服装出口的复合增长率仍超过 10 个百分点。

(二) 纺织、服装：二季度需求增速下行

(1) 季节性因素或进一步拉低国内需求增速

从季节性来看，2020 年四季度国内纺织、服装需求强度是超预期的，单季需求环比增速接近 50%，这一水平较往年同期高出 12 个百分点；需求的超预期上行后，在今年 1~2 月纺织、服装国内市场需求强度有一定的弱化，其中，1~2 月份国内纺织、服装社会零售总额环比下降近 20%，这一降幅要比往年同期高 4 个百分点。

当下去看二季度国内纺织、服装需求，我们大体的判断有两个，第一，国内需求强度存在季节性的下降，其中，国内纺织、服装社会零售总额数据指向的是二季度国内需求强度的下降，幅度上环比要比一季度低 7%；第二，假设二季度需求降幅符合历史规律，则上半年国内纺织、服装社会零售总额同比增速会由当前 50%降至 30%附近；若考虑一季度需求环比的更大降幅，同时，这种情况在二季度继续存在，那么上半年国内纺织、服装社会零售总额同比增速会继续下调 3 个百

分点左右。

(2) 补库带来国内出口高景气

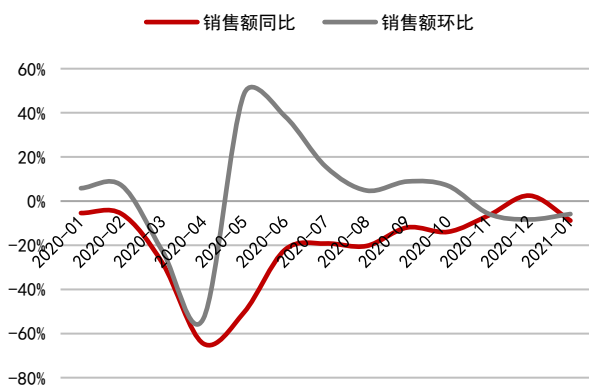
纺织、服装出口保持较高景气度，高增长的背后，一方面是受益于去年同期基数较低的影响，若剔除基数影响，那么复合增长率在 10%附近；另一方面，纺织品出口总量稳定，服装出口好于预期。

防疫物资出口提振下，纺织品出口总量呈稳定状态，1~2 月纺织品出口总量与去年四季度相当，没有呈现明显的季节性收缩，这一点与往年是不同的；服装出口在纺织、服装出口中的占比，随着服装出口的恢复也修正至正常水平，而这又是在纺织品出口仍维持较高水平的背景下。

就服装出口而言，1~2 月虽然也面临季节性的收缩，但出口的环比降幅是明显低于往年的。数据来看，1~2 月国内纺织、服装出口总额环比的降幅仅 8.8 个百分点，这一降幅要比往年同期均值上升超过 10 个百分点。

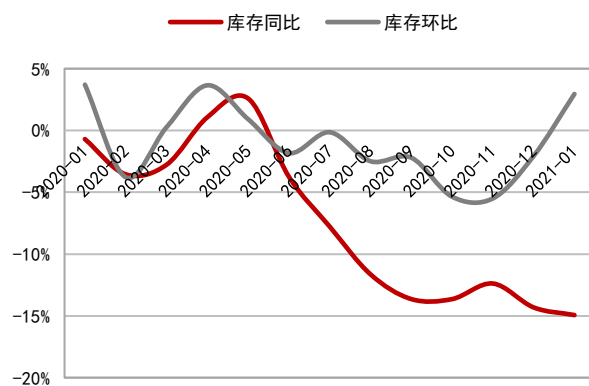
从目前国外市场消费看，去年圣诞季之后，美国不论是批发商亦或是零售商，在服装、服饰等产品的销售上，都是有明显的弱化的。不过好处在于，随着疫苗注射的推进，美国每月新增病例的增量边际是连续在走低的，这意味着市场不会出现类似 2020 年 7 月以及 2020 年 10 月前消费降速的过程。在服装消费并没有明显扩张的状况下，国内出口的扩张，更多的反应批发商的再库存过程，从目前数据层面看，服装、服饰面料的库存水平自去年年底之后是明显提升的。

图表 5：批发商服装及服装面料销售额变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 6：批发商服装及服装面料库存变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

总的来说，基于纺织、服装出口以及基数的综合考虑，我们认为，上半年国内纺织、服装出口同比增速或由当前的 55%降至 18%~20%附近，即便如此，国内纺织、服装出口的增长还是预期的。

三、聚酯：库存加快在回补，或迎来主动去库

(一) 聚酯产能投放，助力产量上行

聚酯规划产能稳步投放。2021 年聚酯规划投放产能规模近 600 万吨，其中，一季度已投放聚酯装置包括恒逸海宁 25 万吨、三维 25 万吨以及福建逸锦 25 万吨，聚酯产能基数上调至 6274 万吨；上半年内规划投产装置产能规模仍有近 200 万吨。

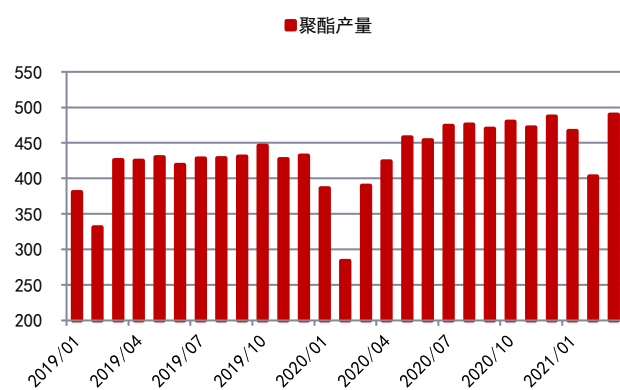
一季度聚酯累计产量预计在 1360 万吨附近，较 2020 年同期增加近 300 万吨，同比增长近 28%。国内聚酯产量的扩张，一方面得益于规划产能的投放、产能基数的上行，其中，当前聚酯产能基数较去年同期提升近 6.7 个百分点；另一方面聚酯装置开工率大幅高于往年，统计数据看，一季度聚酯装置平均开工率同比提升近 15 个百分点。

图表 7：聚酯月度产能变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

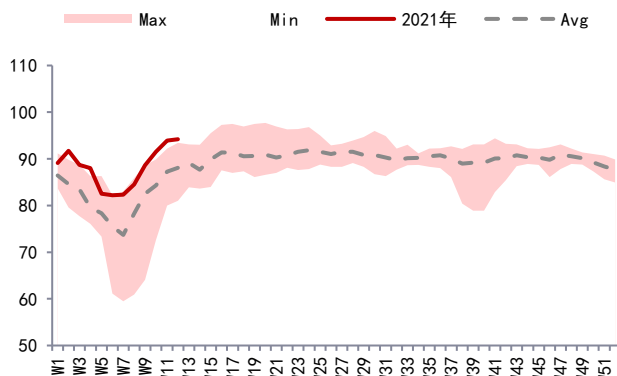
图表 8：聚酯月度产量变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

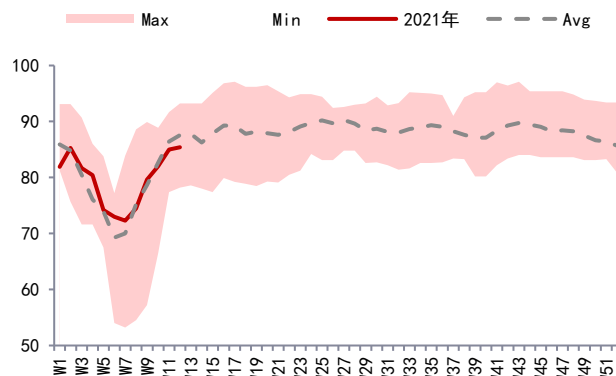
从子行业来看，涤纶长丝是聚酯开工率提升的最大来源。从涤纶长丝开工率变化来看，1 月份开工率调整幅度是低于去年，2 月份开工率大幅高于去年，3 月份随着下游生产的恢复涤纶长丝开工率继续上行。从涤纶长丝开工率变化对聚酯的影响来看，一季度涤纶长丝开工率的同比提升，对聚酯开工率提升的贡献了 8~9 个百分点，占聚酯开工率上行动能的 5~6 成。

图表 9：聚酯装置开工率变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

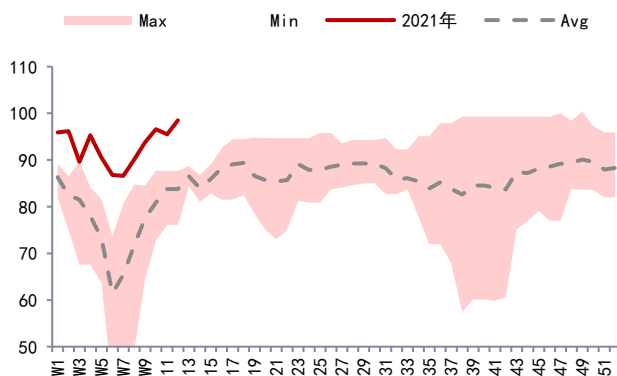
图表 10：直纺涤纶长丝开工率变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

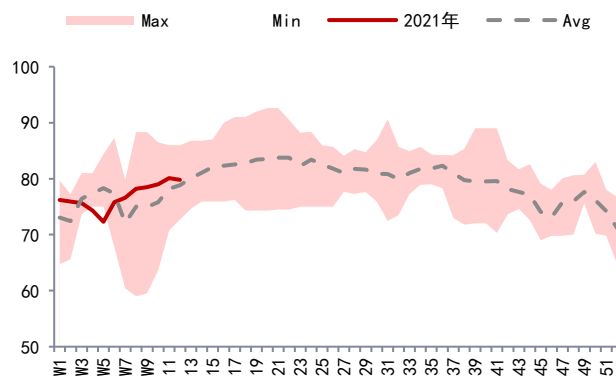
涤纶短纤开工率双高，一方面涤纶短纤开工率远高于往年同期；另一方面涤纶短纤开工率也是聚酯子行业中最高的品种。但是涤纶短纤提负对聚酯的影响并不大，直接原因在于涤纶短纤产能规模仅占聚酯总产能 12.5%，涤纶短纤开工率上行对聚酯的影响只贡献 3~4 个百分点，其影响程度要明显的弱于涤纶长丝。

图表 11：直纺涤纶短纤开工率变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 12：聚酯瓶片开工率变化



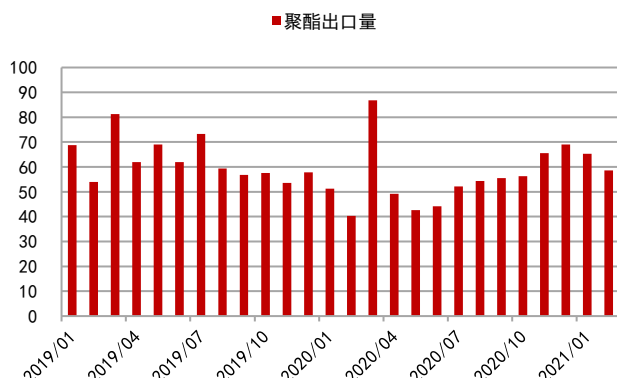
资料来源：CCF 中信期货研究部

(二) 聚酯出口恢复，增速相对温和

2020 年聚酯出口恢复的速度、修复的强度要相对更弱一些。从聚酯出口恢复节奏看，直到 11 月份聚酯单月出口才转向正增长；从聚酯出口修复程度看，11 月以及 12 月份出口的扩张带动全年聚酯产品出口提升至 667 万吨附近，虽然同比仍下降近 11.6 个百分点，但降幅仍较年中回升近 9 个百分点。

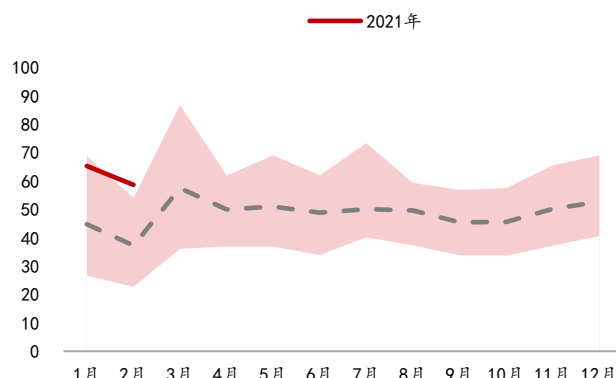
2021 年 1~2 月聚酯出口量升至 124 万吨，同比增长近 35.4%，相似的是，2020 年同期聚酯出口量基数的下降也是当前增长速度快速提升的重要原因，若考虑以 2019 年同期基数作为参照，则当前聚酯出口的复合增长率仅只有 0.5%。

图表 13: 聚酯月度出口量变化



资料来源: 海关总署 中信期货研究部

图表 14: 聚酯月度出口量季节性变化



资料来源: 海关总署 中信期货研究部

不同的是, 聚酯出口量的同比增速以及以 2019 年为基准的出口复合增长率仍然是存在继续上行的空间。依据聚酯出口量的季节性变化特性, 我们预计在经历 3 月份前后聚酯出口增速下行之后, 到年中, 聚酯出口的同比增速以及复合增长率仍有望出现再次扩张。

(三) 聚酯或由被动再库存到主动去库转变

(1) 高开工&弱产销下, 聚酯库存加速回补

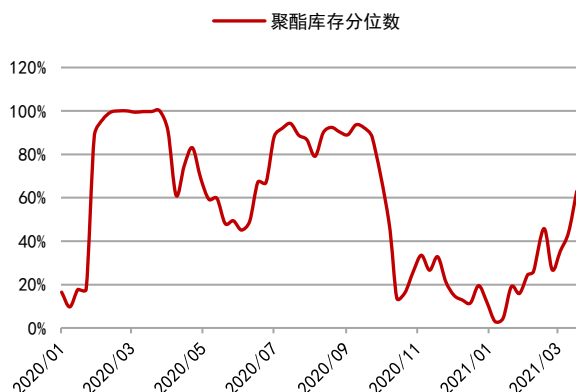
2020 年四季度国内需求的超预期, 不仅带来了终端库存的进一步去化, 也推动了聚酯库存向下游的转移以及消化。今年 1~2 月份, 下游生产受春节假期影响出现了季节性的调整, 但是在生产调整的过程之中, 原料备货的过程并没有随着生产的收缩而停滞。

在这一过程之中, 聚酯更高的产出水平对应的是更低的库存增量以及库存水平, 数据统计来看, 到 2 月底聚酯综合库存的分位数在 27%, 其中, 涤纶短纤更是处在极端的负库存状态, 即便是库存相对较高的 DTY, 库存分位数也只在 41% 附近。

这种状态在 3 月份之后得到了改变。一方面是在于原料、聚酯价格上涨到比较高的水平之后, 继续上行的预期在减弱, 抑制了下游备货的积极性; 另一方面下游在经历集中性备货之后, 原料库存水平都处在较高的水平, 客观上也存在消化库存的需要。

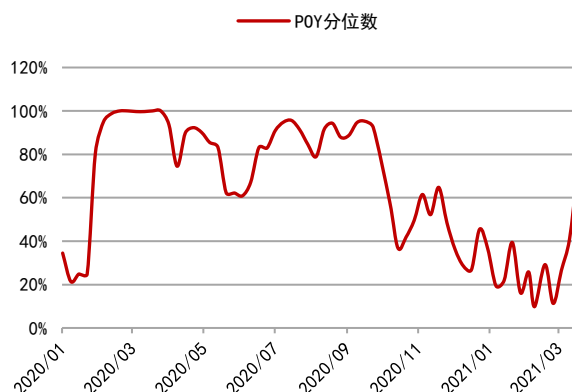
随着聚酯产销的下行, 聚酯库存在加快回补, 从数据跟踪看, 聚酯库存分位数上行至 63% 附近, 分项产品中, POY 库存分位数上行至 73% 附近, 而 FDY 库存分位数上行至 93%; 涤纶短纤以及 DTY 库存回补的程度是相对较低的, 近期库存分位数分别在 7%、50% 附近。

图表 15: 聚酯库存分位数变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 16: POY 库存分位数变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

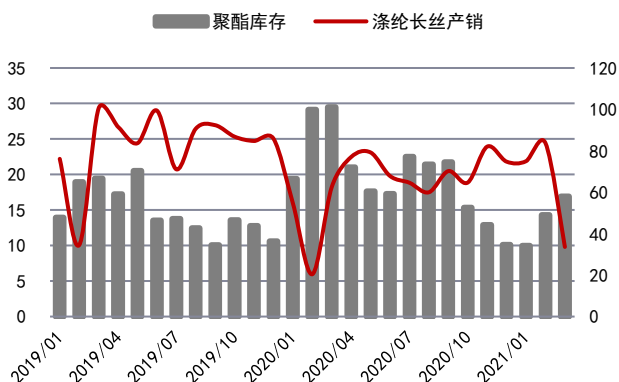
(2) 聚酯面临主动去库存压力

聚酯市场呈现“低产销”、“库存回补”以及“名义现金流高”的状态。低产销的直接原因在于下游在经历集中备货后需要消化原料库存。从市场去看,随着3月份以来下游生产的加快恢复,客观上有利于下游工厂消化原料库存,这为未来一段时间重新入场备货提供了可能性。

与此同时,聚酯工厂库存回补的速度在加快,基于近期聚酯产销、库存回补速度估算,到4月中旬聚酯库存分位数将重新回到90%附近,从这个角度讲,短期之内聚酯库存回补或许仍是被接受的,但未来一段时间对库存总量的控制也是可预期的。

一般来讲,提升产销是库存总量控制的有效途径,一方面下游工厂原料库存消化后有重新入场的可能性,另一方面,聚酯工厂名义现金流的高位也使得自身具备更多的让渡现金流的空间。

图表 17: 涤纶长丝平均产销



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 18: 聚酯现金流与产销变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

三、PTA 和乙二醇市场及展望

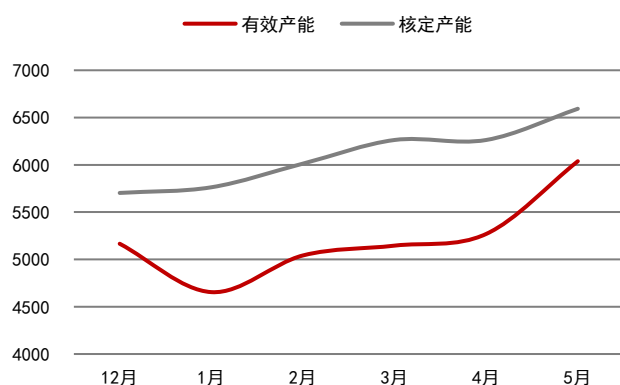
(一) PTA 阶段性集中检修，供需阶段性改善

(1) PTA 产能兑现，但产量低于预期

国内 PTA 规划产能仍处在投放的周期之中,年内规划产能规模达 1150 万吨,已投产项目包括福建百宏、虹港石化,产能基数增加 500 万吨;中金新材料一期 PTA 项目延迟至 5 月份投产,中金新材料二期 PTA 项目顺延至三季度投产。

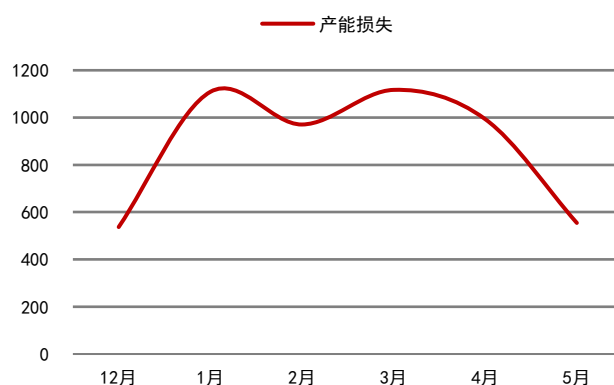
PTA 产能投放的同时,国内 PTA 装置停检也在增加。其中,2021 年之前停车装置涉及产能近 289 万吨;年内停车超过 1 个月的装置涉及产能 260 万吨,3 月、4 月阶段性检修等带来的产能损失量近 450~550 万吨之间。受停检影响,3~4 月份国内 PTA 有效产能规模降至 5150~5250 万吨之间,PTA 产量水平预计在 435 万吨附近,这一产出水平要显著低于市场的预期。

图表 19: PTA 产能及产能增速



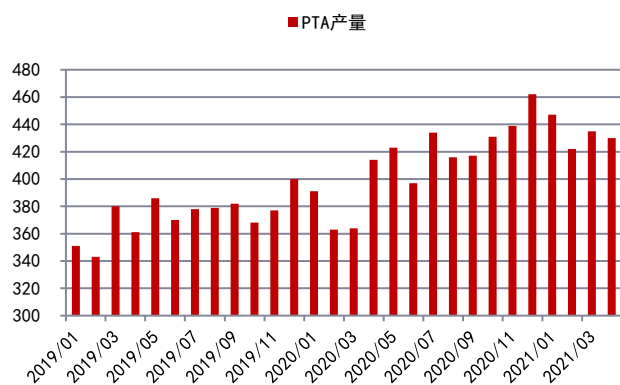
资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 20: 产能匹配角度看 PTA 缺口



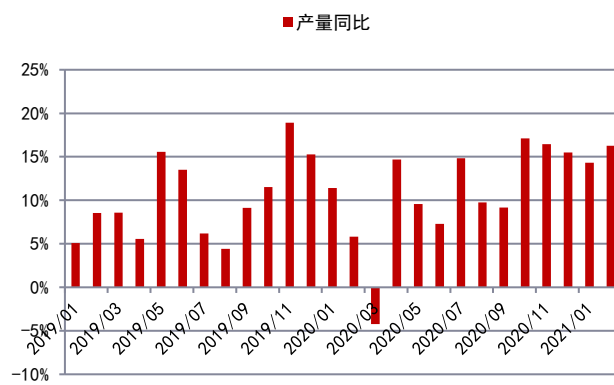
资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 21: PTA 月度产量变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 22: PTA 产量同比增速



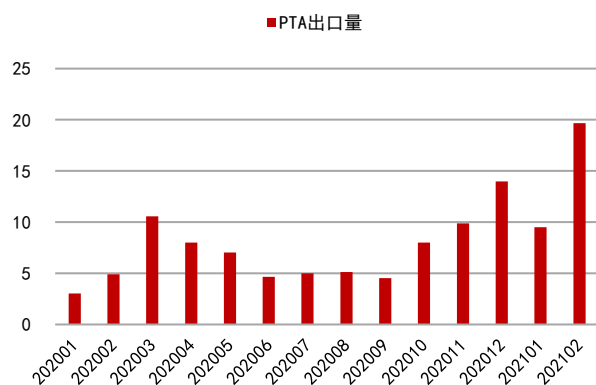
资料来源: CCF 中信期货研究部

(2) PTA 出口扩张缓和国内市场过剩压力

PTA 出口取得了明显的突破, 2 月 PTA 单月出口量近 19.7 万吨, 这一出口创下历史新高。分项数据来看, 辽宁出口量最大, 单月出口近 17.5 万吨, 占单月出口总量的 9 成左右, 考虑到国内 PTA 工厂的地理分布, 大概率是恒力石化工厂货源向国外市场扩张; 2 月广东 PTA 出口近 1.5 万吨, 考虑到广东地区 PTA 装置近原珠海 BP 一家, 或出口增量也是来自工厂的对外销售。

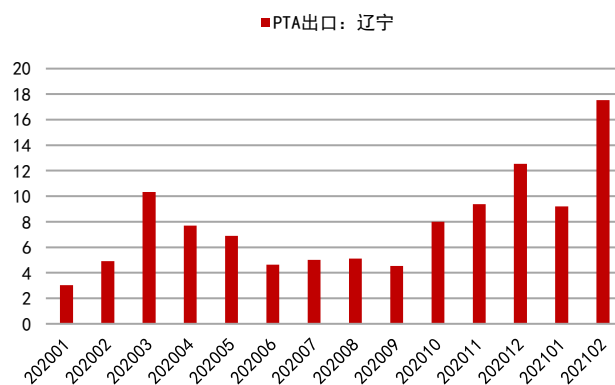
PTA 出口的扩张, 降低了 1~2 月份国内市场的过剩的压力; 与此同时, 出口扩张过程的延续, 在当期 PTA 供应减量的市场环境下, 加大了 PTA 市场供需总量的改善程度。总的来讲, 受益于需求的提升以及 PTA 供应的减量, 3~4 月份 PTA 供给缺口的均值在 20 万吨附近。

图表 23: PTA 月度出口量变化



资料来源: 海关总署 中信期货研究部

图表 24: PTA 重点地区月度出口量



资料来源: 海关总署 中信期货研究部

(3) PTA 加工费、价差变化及其影响

PTA 加工费下行、基差走强是近期市场的主要变化。我们认为, 这两个变化的起因或许是关联的, PTA 上游原料 PX 价格的走强、PX 价格结构的转变, 是影响 PTA 加工费、基差的重要原因。

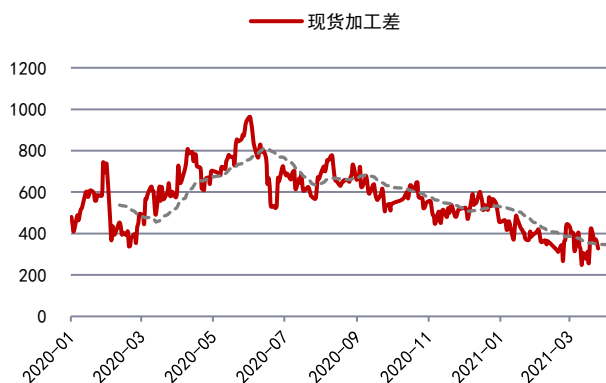
首先, PX 供应的减量是更为主要的原因, 一方面, 2 月份国内如镇海炼化、扬子石化装置的降负、中金石化因故障导致的复产的延期, 造成了阶段性供应的缺口, 内部评估看, 2 月份供应短缺量近 18 万吨; 这也带来了 PX 价格阶段性的走强。

其次, PX 阶段性供应的减量, 不仅带来了价格的回升, 还带来了 PX 利润的改善。数据统计来看, 去年四季度 PX 与石脑油吨价差在 150 美元附近, 1 月份吨价差升至 170 美元附近, 2 月份受供应减量提振, PX 与石脑油吨价差最高上升至 280 美元, 近期虽然有所回落, 但均值仍在 220~230 美元附近。

再者, PX 价格呈现“近高远低”的价格结构。部分原因在于上游石脑油、原油亦是近强远弱的价格结构。从 PX 价格结构看, 不同月份的 PX 之间价差是呈现近高远低的结构, 但是月间价差相对不大; 而现货, 尤其是即期结算价格与远期合约之间价差是比较高的。

数据来看, 3 月份 ENEOS(JXTG) PX 结算价在 870 美元/吨, 国内主流供应商结算价在 6400 元/吨附近, 而 3 月份以来 PX (cfr 中国/台湾) 价格的均值在 835 元/吨。按照国内外 PX 供应商结算价估算, 3 月份 PTA 现货加工费均值在 190~260 元/吨之间; 而按照 PX (cfr 中国/台湾) 计算, 现货加工费均值在 350~360 元/吨之间, 分位数大概在 5%附近。

图表 25: PTA 现货加工差走势



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 26: PTA 期货加工差走势



资料来源: CCF 中信期货研究部

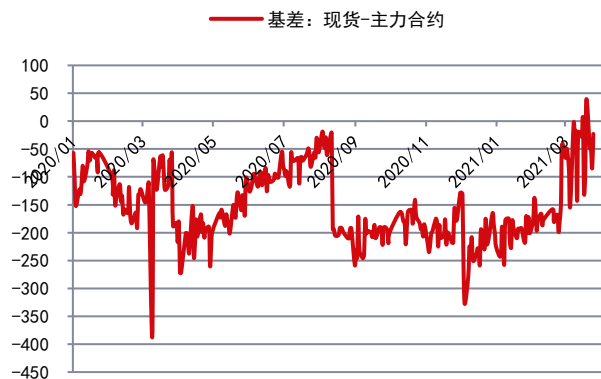
从近期 PTA 市场表现看, 首先 PTA 价格下行速度比较快, 均价的调整相对较慢, 使得现货与均价相比有明显的价格优势, 潜在的影响在于对工厂出货的抑制; 其次, 现货相对期货跌幅较小, 推动现货基差在走强, 潜在的影响在于推动期现头寸的了结以及仓单的注销, 事实上, 过去一段时间, 期货仓单的注销以及仓单交易的活跃性都有提升。

图表 27: PTA 现货与均价价差走势



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 28: PTA 现货基差走势



资料来源: CCF 中信期货研究部

从期货仓单变化来看,截止 3 月 25 日,PTA 期货实物库存近 158.7 万吨,较 2 月下旬高点下降近 13 万吨;最近一个交割 PTA 合约是 3 月合约,3 月合约未平仓量近 2.8 万手,对应交割量近 14 万吨,而期货实物库存自 3 月 12 月以来下降近 8 万吨,意味着自 2 月下旬以来 PTA 期货仓单的外流既有主动注销的,也有交割后仓单注销所造成的。

图表 29: PTA 期货端占用的实物库存量



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 30: PTA 期货库存在总库存中所占的比重



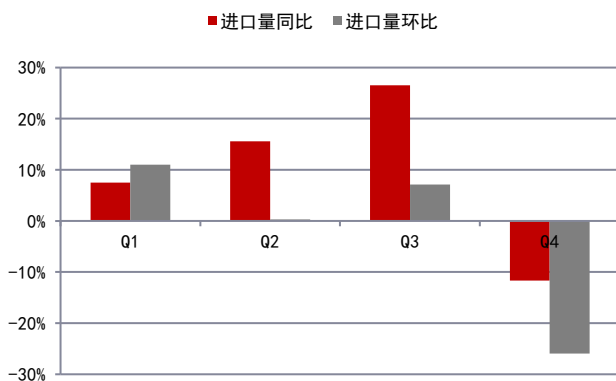
资料来源: CCF 中信期货研究部

(二) MEG: 供需 5 月份或迎来拐点

(1) 国外装置检停, 乙二醇进口减量

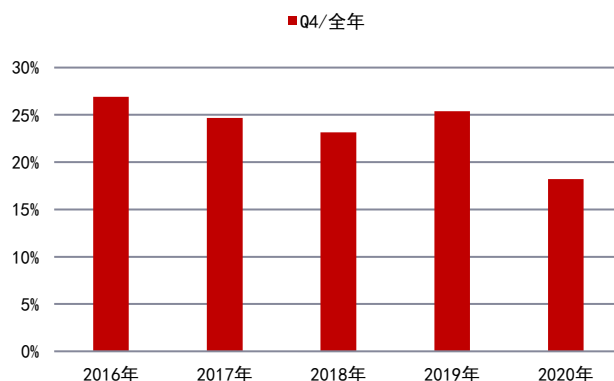
乙二醇进口仍然是国内供应的重要组成部分,2020 年乙二醇总进口量近 1055 万吨,进口占国内乙二醇总供应量的 54%。进口量季度分布来看,一季度至三季度进口量呈现扩张的状态。直到四季度才出现明显的收缩。从四季度进口量变化来看,环比降幅接近 26%,当季进口量仅占到全年进口总量的 18%,这一比例较往年同期下降近 6 个百分点。

图表 31: 乙二醇月度进口量



资料来源: CCF 中信期货研究部

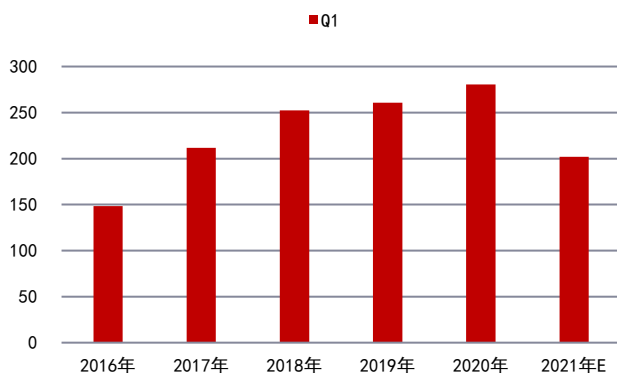
图表 32: 乙二醇季度进口量变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

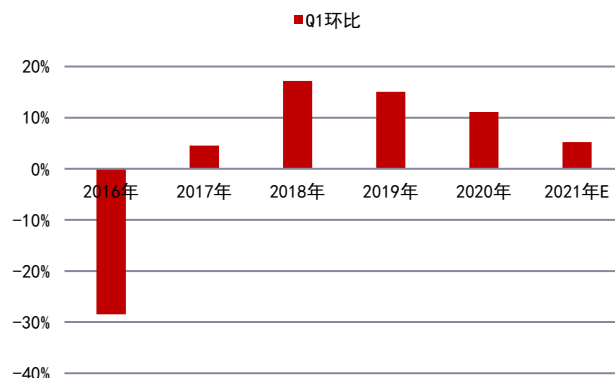
预计一季度乙二醇进口量总量在 200 万吨附近;进口量的对比来看,要比 2018 年至 2020 年同期平均水平低近 60 万吨;从边际变化来看,这一进口量环比的增速要比 2018 年至 2020 年同期水平低 5 个百分点左右。

图表 33: 2016 年以来一季度乙二醇总产量



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 34: 一季度乙二醇产量环比变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

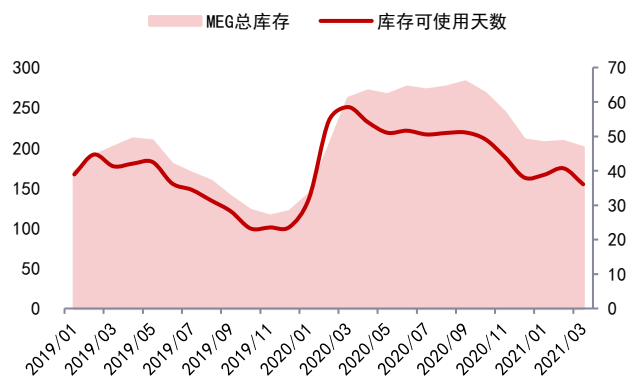
(2) 进口减量驱动国内库存加快去化

从乙二醇库存变化来看,去年四季度所体现的是总库存的加速下降,包括显性的港口库存以及隐形的工厂库存。在今年一季度乙二醇显性港口库存在进一步下行,但总库存变化是相对温和的,隐含的是隐形工厂端库存的在这一时期的上升状态。

分阶段来看,四季度在进口减量的影响之下,乙二醇总库存降幅超过 70 万吨,其中,显性港口库存降幅超过 50 万吨,在乙二醇库存总量中所占的比例由三季度末的 50%降至 41%附近,这一比例也基本回到 2019 年年底水平。

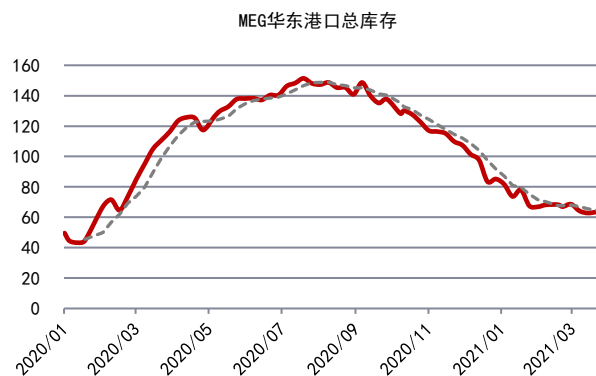
今年一季度乙二醇显性港口库存在进一步下行,截止 3 月 22 日,华东主港乙二醇库存降至 63.5 万吨,较去年年底下降超过 20 万吨,但是同期乙二醇库存总量降幅近 9 万吨,降至 200 万吨附近,基本还是在 205 万吨附近,呈现相对稳定状态,实际上,也反应了乙二醇显性库存下降过程中隐形的库存在提升的这一状态。

图表 35: 乙二醇库存总量及库存天数



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 36: 乙二醇华东主港库存

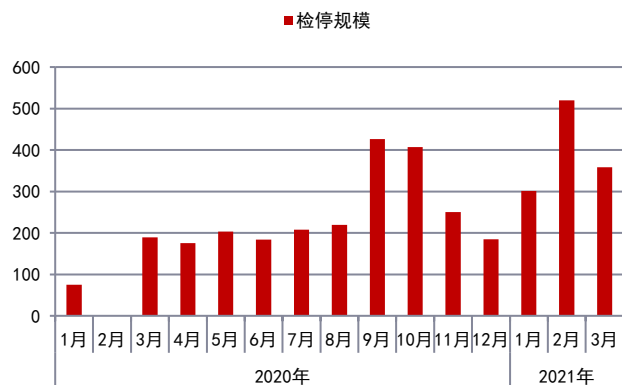


资料来源: CCF 中信期货研究部

(3) 国外装置恢复适逢国内产能投放

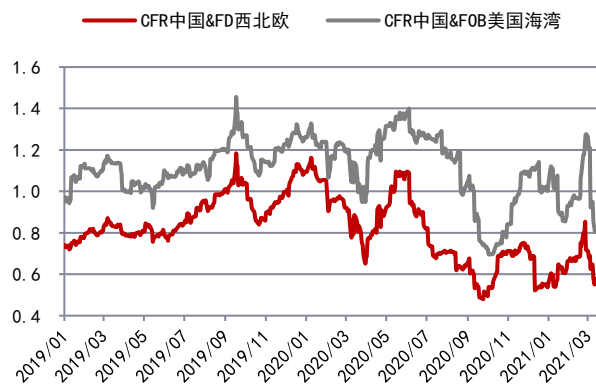
从国外装置变动来看, 中断的产能在 2 月份达到高点, 3 月份回落但仍高于 1 月份水平。从装置分布来看, 2 月以及 3 月份北美中断产能占到总量的一半左右, 而美国又是其中最大的增量来源, 从实际情况看, 寒潮是此前美国乙二醇产能中断的直接原因, 不过自 3 月份以来已陆续重启, 到近期已基本全部恢复。对于国内进口的影响来讲, 我们认为, 4 月份进口量环比提升还是大概率时间, 但是北美地区货源的实质性增加或许还是要在 4 月底甚至 5 月份才会陆续发生。

图表 37: 国外乙二醇检修装置产能总规模



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 38: 乙二醇区域市场相对价格变化

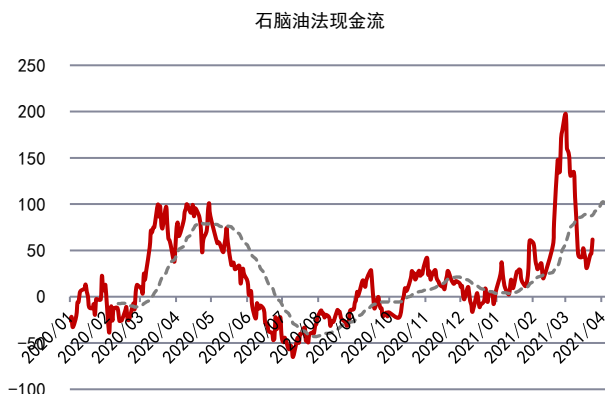


资料来源: CCF 中信期货研究部

国内乙二醇产量水平已经在抬升, 同时, 受益于规划产能的预期投放, 产量上行的预期也在进一步强化。

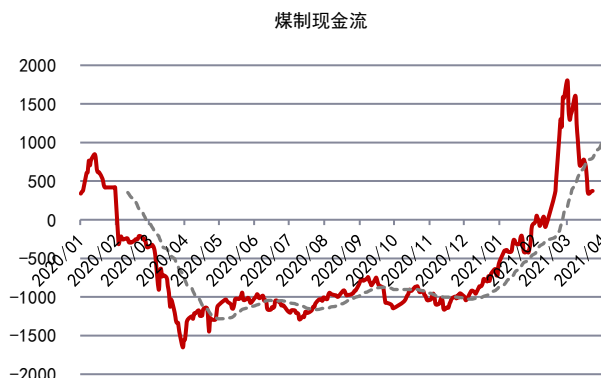
首先, 乙二醇价格的反弹、生产利润的扩张有力的推升了乙二醇生产的积极性。事实上, 伴随乙二醇价格反弹, 不论是油制的乙二醇生产, 亦或是煤制乙二醇生产, 利润水平都出现了急剧的上升, 数据核算来看, 期间油制乙二醇吨生产利润最高扩张至 200 美元附近, 而煤制乙二醇吨生产利润最高上升至 1500 元/吨附近, 都创下了 2019 年以来的新高。

图表 39: 石脑油核算乙二醇现金流



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 40: 国内煤制乙二醇生产的现金流

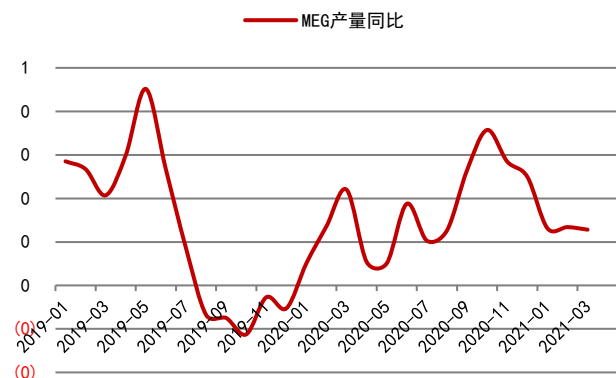


资料来源: CCF 中信期货研究部

乙二醇产量对价格、利润的弹性比较大,随着利润的扩张,国内乙二醇生产出现了明显的提升。从分项来看,期间油制乙二醇生产的提升幅度要显著的高于煤制乙二醇,其中,3 月份煤制乙二醇、油制乙二醇平均开工率较 1 月份分别上升 8.2 个百分点、13.8 个百分点。

乙二醇开工率的提升带动产量水平上升至 3 月份的 100 万吨附近,一季度乙二醇总产量预计在 270 万吨附近,单月产量以及一季度总产量同比分别增长 12.8%、13.1%。

图表 41: 国内乙二醇产量增速



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 42: 国内乙二醇总产量同比增速

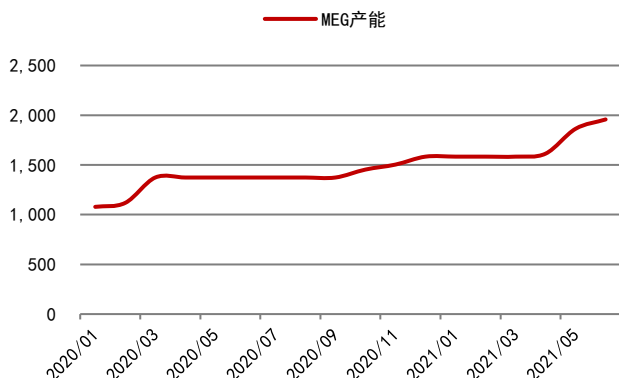


资料来源: CCF 中信期货研究部

其次,规划产能的预期投放,将进一步强化国内产量的上行预期。

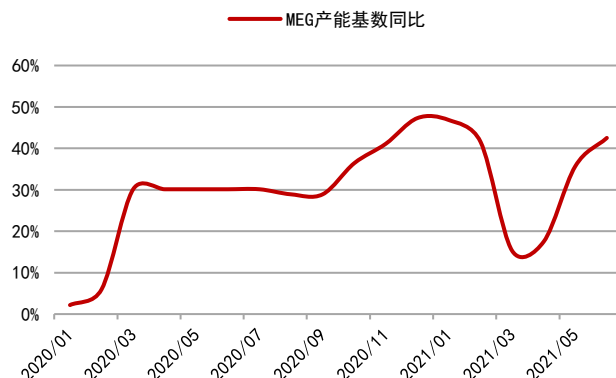
近期规划产能来看,陕西渭化 3 月中旬试车后近期生产趋于稳定,延长石油装置 3 月下旬重启;卫星石化、浙江石化 4 月或实现稳定生产;除此之外,去年四季度延期的建元煤焦以及湖北三宁在 4~5 月份也存在试车的安排。上述规划产能若能顺利投放,国内乙二醇产能规模将再次出现跃增。

图表 43: 乙二醇产能基数变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

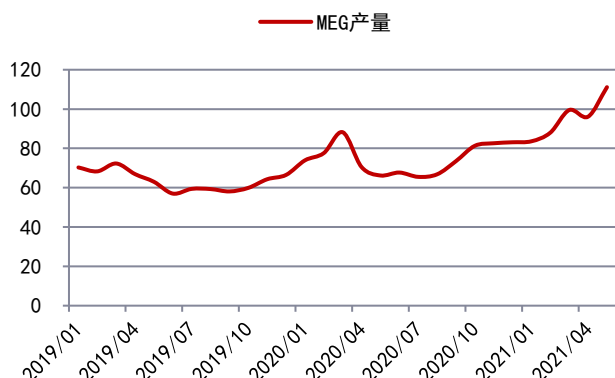
图表 44: 乙二醇产能基数同比增速



资料来源: CCF 中信期货研究部

国内产量将受益于产能的投放而进一步提升。基于产能的投放进度估算, 预计 4~6 月份新产能带来的产量增量分别在 13 万吨、28 万吨、30 万吨; 受产能投放影响, 乙二醇产量预计 5 月份将突破 110 万吨, 6 月份或进一步上行至 120 万吨附近。在产量重心提升的市场预期之下, 乙二醇市场供需拐点最快将于 4 月份中下旬出现, 5 月份真正迎来明显的库存累积。

图表 45: 乙二醇产量预期进一步提升



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 46: 乙二醇将迎来库存拐点



资料来源: CCF 中信期货研究部

四、结论与建议

终端纺织、服装需求, 总的看法是“低基数下的高增长”, 若剔除基数的影响, 1~2 月国内纺织、服装社会零售总额复合增长率基本在 0 附近, 但是纺织、服装出口的复合增长率仍超过 10 个百分点。对于二季度终端纺织、服装需求, 我们认为增速会有明显的下行。我们预计上半年国内纺织、服装社会零售总额同比增速将降至 27~30%之间; 纺织、服装出口呈现高景气度, 国外市场的再库存过程或继续支撑国内纺织、服装出口。

聚酯产量受益于产能基数的扩张、开工率提升而继续上行，这也为 PTA 以及乙二醇提供了更高的消费基数。聚酯产品出口已经恢复，但目前来看出口的增速是相对温和的，意味着在聚酯产量提升的环境之下，国内市场的消化压力在继续加大。

聚酯近一段时间表现看，开工率是连续在上行，但产销持续维持在低位，在此情况下，聚酯库存在回补而且库存的回补速度也是偏快的，我们预计到 4 月份中旬聚酯库存分位数将重新回到 90%附近，我们认为，受制于库存的压力，产销的提升亦或是供应的调节显得很有必要。

PTA 长期的压力是持续存在的，不过短期市场的压力是不明显的。受加工费下行影响，短期 PTA 供应还是受益于装置的集中检修，按照我们的评估，3 月~4 月份 PTA 供需在总量上是显著改善的；站在现在时点往后看，5 月份市场也面临新的压力，尤其是中金新材料 PTA 装置的投产。

乙二醇总体还是处在去库的过程。去年四季度显性的港口库存以及隐形的工厂库存都在明显下降；今年以来显性的港口库存继续在下行，但是隐形的工厂库存实际上在提升。

乙二醇供应来看，进口的提升是相对缓慢的过程，但是提升的方向还是相对明确的；国内产量已经受益于价格反弹、生产利润修复而上升，同时，新产能的投放也会进一步加大国内产量提升的程度。总的来讲，我们认为，伴随着进口量缓慢修复、国内产量重心的上行，乙二醇供需拐点最快将于 4 月中下旬出现，5 月份或许才真正迎来明显的库存累积。

交易策略上：PTA、乙二醇以及短纤都呈现高波动率状态，可能更适用期权来做价格风险管理；交易节奏上，二季度前半段，更看好 PTA 和乙二醇，主要原因在于 PTA 供需的阶段改善、乙二醇的去库趋势；后半段更看好短纤，主要原因在于短纤市场供需相对更加稳定；品种对冲上，PTA 加工费的修复有一定的预期，建议关注 PTA 与上游原料之间的对冲机会，乙二醇供应的扩张过程预计也将带来生产利润的继续收缩的过程，建议关注乙二醇与原油、石脑油等、或者乙二醇与动力煤之间的对冲机会。

五、风险提示

- (一) 终端纺织、服装需求扩张的预期的兑现程度；
- (二) PTA 检修计划未兑现风险、PTA 期货仓单连续注销风险；
- (三) 乙二醇进口超预期恢复、国内乙二醇产能超预期投放风险。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本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所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

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>