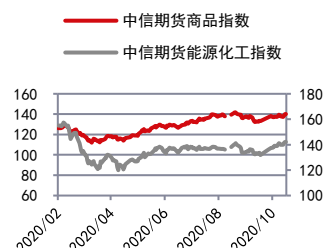


MEG: 供需存转向预期, 价格承压下行

投资咨询业务资格:
证监许可【2012】669号

报告要点

乙二醇市场供需存转向的预期, 未来一段时间抛空是主要的交易方向; 节奏上, 近期乙二醇价格虽然已出现连续的调整, 但相对成本端而言, 尤其是原油价格下跌导致油制生产的利润反向扩张, 也将带来乙二醇价格下行空间的继续拓宽。



摘要:

观点:

终端纺织、服装需求超预期回升; 国庆节后终端补库带动织造端以及聚酯市场景气度提升, 强化四季度纺织、服装消费扩张的预期。

涤纶长丝、涤纶短纤市场受益, 库存加速向中间商以及下游工厂转移; 库存下降带来了价格以及现金流的修复, 并助推了涤纶长丝生产的提升, 从实际效果看, 部分对冲了聚酯瓶片负荷下降的影响, 并保障了聚酯负荷的稳定。

供给端, 检修带来了部分地区进口的缩量, 但程度上看, 是低于预期的; 国内煤制装置恢复驱动了近期乙二醇负荷的提升, 我们认为, 或许是出于平衡全年供给以及合约执行度的需要; 与此同时, 乙二醇新增装置9月份以来也陆续试车, 10月份下旬之后增量存提升的状态, 而这将进一步推升国内乙二醇的供给过剩压力。

操作策略:

趋势判断上, 乙二醇市场供需存转向的预期, 未来一段时间抛空是主要的交易方向; 预期空间上, 虽然乙二醇价格已出现连续的调整, 但相对成本端而言, 尤其是原油价格下跌导致油制生产的利润反向扩张, 也将带来乙二醇价格下行空间的继续拓宽。

风险因素:

- (1) 终端需求恢复不及预期、聚酯产量提升不及预期影响。
- (2) MEG 供给扩张不及预期影响。

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

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

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

联系人:
林伟昊
021-60812979
linweihao@citicsf.com
从业资格号: F3075074

目 录

摘要:	1
一、乙二醇市场回顾	4
二、需求侧: 总量稳定, 结构分化	4
(一) 产能扩张, 生产稳定	4
(二) 总量稳定, 结构分化	5
(三) 近期聚酯市场预期偏差	6
三、供给侧: 存量恢复与新产能增量并存	8
(一) 乙二醇供给结构及变化	8
(二) 乙二醇供给预期及影响	9
六、结论与建议	11
七、风险提示	12
免责声明	13

图目录

图表 1: MEG 价格以及基差	4
图表 2: MEG 外盘价格以及成本	4
图表 3: 聚酯规划产能稳定投放	5
图表 4: 聚酯装置负荷以及同期对比	5
图表 5: 聚酯产量以及历史同期对比	5
图表 6: 聚酯累计产量及同比增速	5
图表 7: 聚酯及子行业开工率	5
图表 8: 涤纶长丝开工率及对比	5
图表 9: 涤纶短纤开工率及对比	6
图表 10: 瓶片开工率及对比	6
图表 11: 2007 年以来国内纺织服装需求同比增速	6
图表 12: 2019 年以来国内纺织服装需求同比增速	6
图表 13: 2007 年以来纺织服装出口同比增速	7
图表 14: 2019 年以来纺织服装出口同比增速	7
图表 15: 江浙加弹机开机率	7
图表 16: 江浙织机开机率	7
图表 17: 织造坯布库存天数	8
图表 18: 织造原料+成品综合库存天数	8
图表 19: POY 库存天数	8
图表 20: 短纤库存天数	8
图表 21: MEG 产能及产能增速	9
图表 22: 国内乙二醇产能结构	9
图表 23: MEG 产能/聚酯产能匹配度	9
图表 24: 乙二醇进口以及对外依存度	9
图表 25: MEG 装置历史开工率	10
图表 26: 煤制 MEG 装置历史开工率	10
图表 27: MEG 历史月度进口量	11
图表 28: MEG 进口来源统计	11
图表 29: 外盘 MEG 装置检停规模	11
图表 30: 外盘检停 MEG 装置区域分布	11

一、乙二醇市场回顾

10月乙二醇期货价格呈“倒V形”走势；前半月价格震荡回升，期间高点突破4000元/吨；后半月乙二醇价格重回弱势，截止10月27日，乙二醇期货价格已跌至3830元/吨，已接近国庆假期后的价格低点。

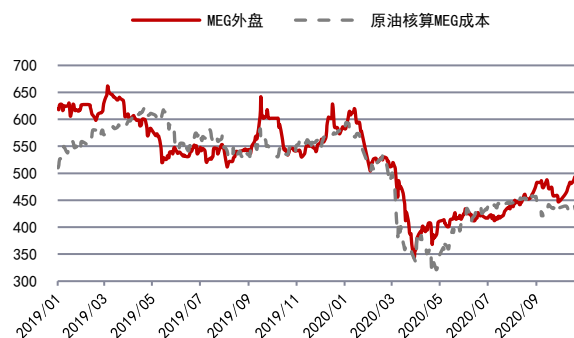
从市场复盘看，“预期落空”是前半月市场的典型特征，体现在两方面，一方面来自于新产能在国庆节后投放不及预期；另一方面来自于需求的稳定，从聚酯来看，织造强劲修复之下，涤纶长丝负荷提升并对冲了瓶片负荷下降的影响，从而保证了聚酯负荷的高位稳定。从后半月来看，聚酯产销开始转弱，但生产尚未发生明显调整；而供给端，新产能试车陆续来看，市场重新审视新装置投产带来的供给压力。

图表 1：MEG 价格以及基差



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：MEG 外盘价格以及成本



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、需求侧：总量稳定，结构分化

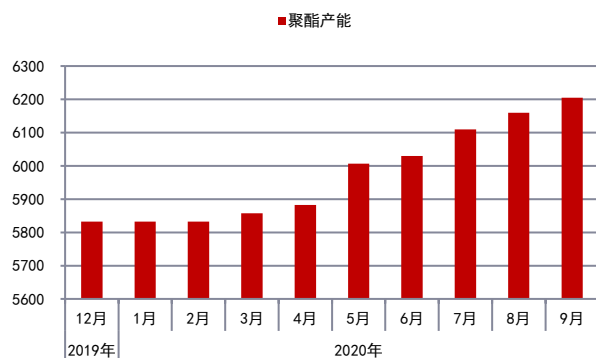
（一）产能扩张，生产稳定

三季度聚酯月均产量突破470万吨，从近期市场来看，聚酯装置负荷总体高位稳定，意味着聚酯产量仍将保持在高位。年内聚酯产量的持续上升，得益于聚酯产能的稳定扩张以及聚酯生产的恢复。

从产能扩张规模来看，年初以来聚酯产能已新增近400万吨；聚酯装置生产负荷在年中已基本恢复至均值水平。聚酯产能扩张以及聚酯生产恢复助推了聚酯产量重心的上移。从数据来看，年中以来，聚酯月均产量已突破470万吨，较去年四季度高35万吨附近。

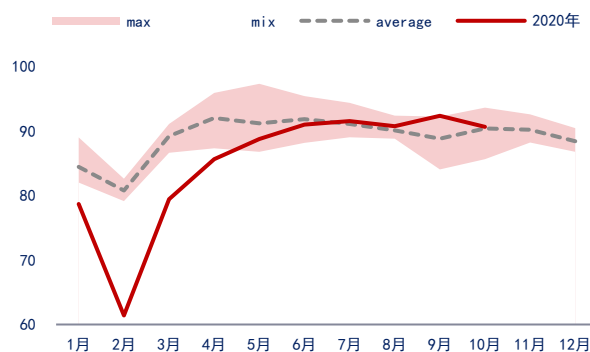
得益于聚酯产量的提升，在7月份聚酯累计产量已实现同比的增长，在8月份以及9月份聚酯稳定的生产下，聚酯累计产量的同比增速突破3%；即便不考虑四季度产量新增带来的影响，我们预计，按照当前聚酯生产情况估计，到年底聚酯累计产量增速也将突破4%，甚至接近5%。

图表 3：聚酯规划产能稳定投放



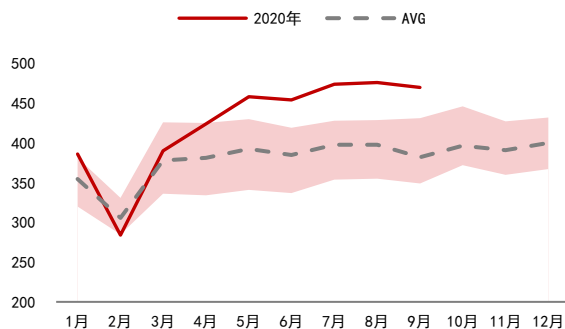
资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 4：聚酯装置负荷以及同期对比



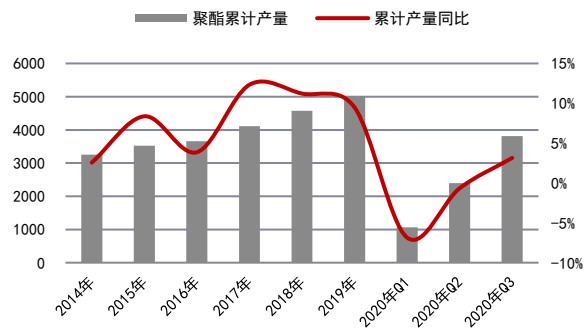
资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 5：聚酯产量以及历史同期对比



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 6：聚酯累计产量及同比增速

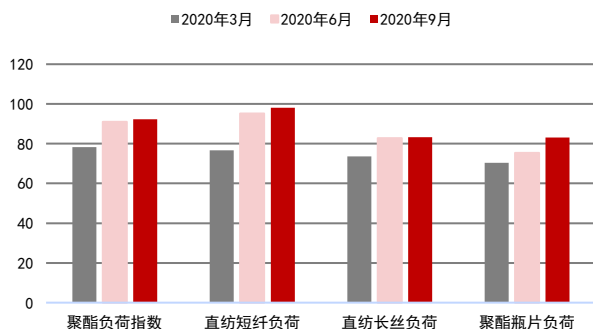


资料来源：CCF 中信期货研究部

(二) 总量稳定，结构分化

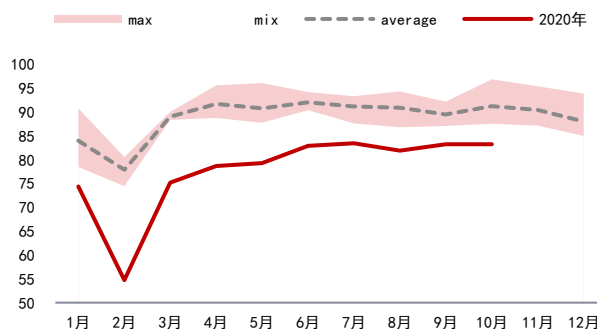
聚酯子行业之中，受产能基数以及扩张规模的差异影响，涤纶长丝、聚酯瓶片占比在提升，而涤纶短纤产能占比在下降。从子行业年内变化来看，涤纶长丝总需求受疫情冲击而受损，涤纶长丝开机率仍低于均值；聚酯瓶片开机率年中加速恢复，不过近期处在季节性走弱的状态；涤纶短纤不仅是年内恢复最快的，也是生产负荷维持最高。

图表 7：聚酯及子行业开工率



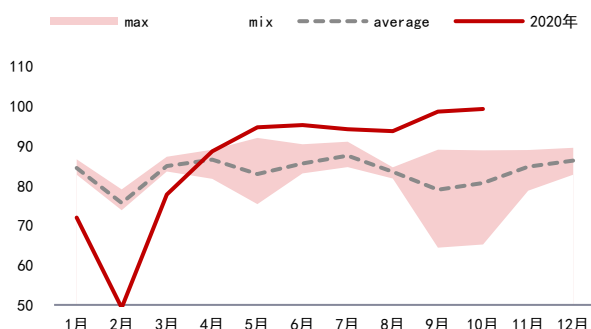
资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 8：涤纶长丝开工率及对比



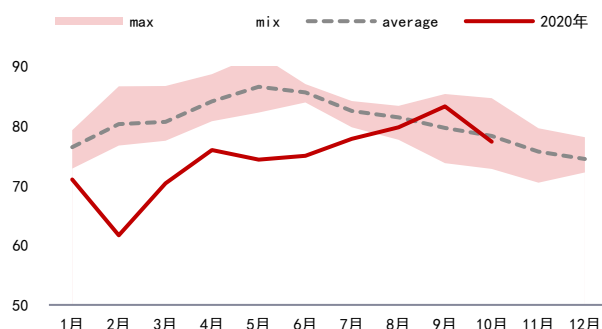
资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 9：涤纶短纤开工率及对比



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 10：瓶片开工率及对比

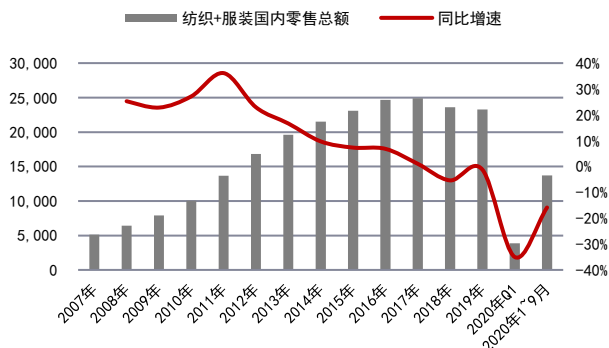


资料来源：CCF 中信期货研究部

(三) 终端消费修复，聚酯预期存偏差

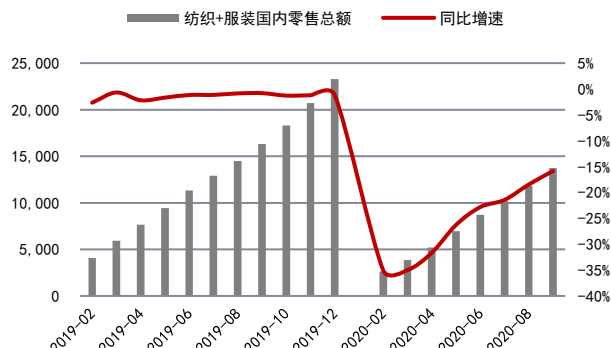
终端纺织、服装国内零售以及出口数据也指向需求的扩张预期。8 月国内纺织、服装零售额年内首次实现正增长，9 月增速继续扩张，带动 1~9 月纺织、服装零售总额同比降负进一步收窄；从增速环比变化来看，国内纺织、服装的零售总额同比降幅收窄的速度是高于预期的。

图表 11：2007 年以来国内纺织服装需求同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

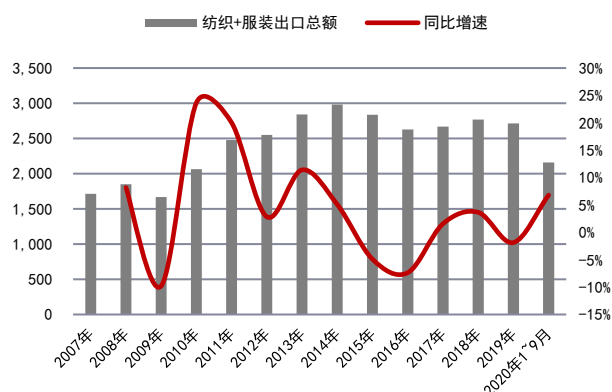
图表 12：2019 年以来国内纺织服装需求同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

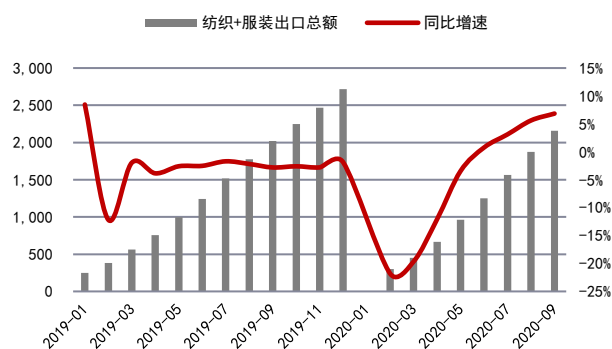
纺织、服装出口方面，纺织出口总额边际继续走弱，但受基数影响，同比增速继续维持；服装受益于外需的修复，同比降幅继续窄。从纺织、服装年内出口总量来看，1~9 月份出口总额同比增速已提升至 6.8%；从纺织、服装出口增速来看，扩张的趋势在延续，与从同时，边际的扩张速度环比也在减弱，以上两项数据总的来讲仍在市场的预期之内。

图表 13: 2007 年以来纺织服装出口同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 14: 2019 年以来纺织服装出口同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

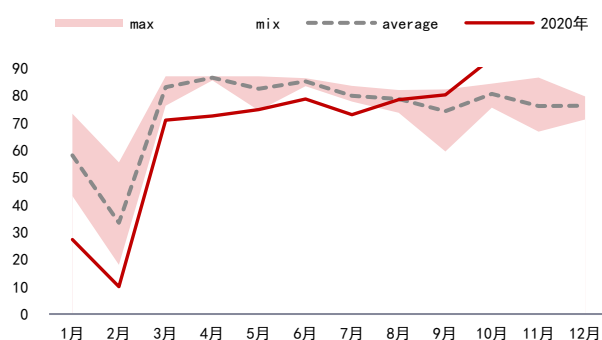
在需求扩张的预期之下, 涤纶长丝、涤纶短纤市场相对受益, 尤其是涤纶长丝负荷的提升, 部分对冲了聚酯瓶片生产下降的负面影响。

首先, 聚酯瓶片负荷调整的速度是高于市场预期的, 9 月下旬负荷仍在 83% 附近, 而在近三周时间内负荷累计下降近 7.8%, 考虑聚酯瓶片在聚酯产能中所占的基数, 预计拉低聚酯负荷近 1.48%。

其次, 涤纶长丝负荷的回升部分对冲了聚酯瓶片负荷下降对聚酯总体负荷的负面影响, 从数据来看, 涤纶长丝负荷环比走高近 0.9%, 推升聚酯负荷上升近 0.62%, 至少对冲了聚酯瓶片负荷下降影响的 40%。

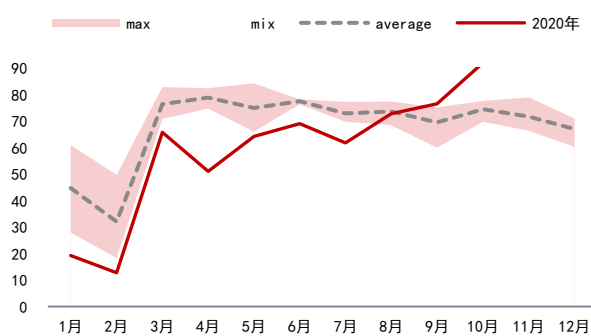
对于国庆节后涤纶长丝、涤纶短纤市场的超预期表现, 我们认为, 一方面反应了需求的扩张预期, 另一方面反应了周期缩短后带来的生产的加速过程。相对应的是, 织造环节坯布出现加速的去化, 开机率出现了急剧的上升, 并驱动了聚酯产销的扩张、库存向中间贸易商以及下游工厂的加速转移。

图表 15: 江浙加弹机开机率



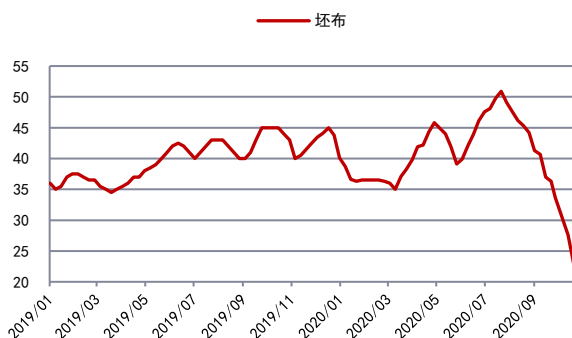
资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 16: 江浙织机开机率



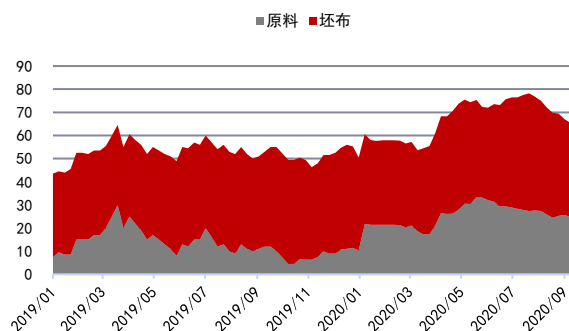
资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 17: 织造坯布库存天数



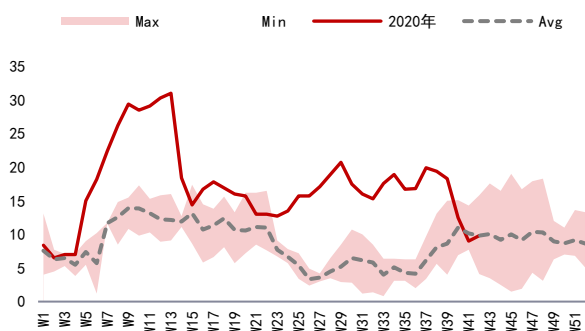
资料来源: 隆众石化 中信期货研究部

图表 18: 织造原料+成品综合库存天数



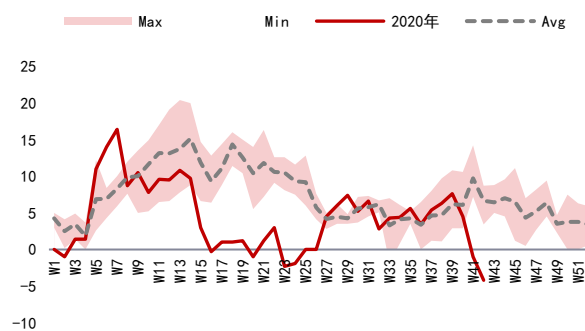
资料来源: 隆众石化 中信期货研究部

图表 19: POY 库存天数



资料来源: 隆众石化 中信期货研究部

图表 20: 短纤库存天数



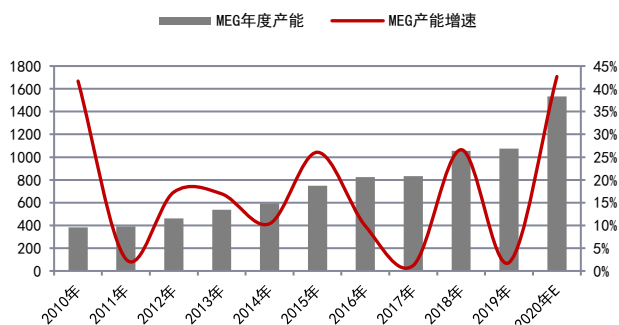
资料来源: 隆众石化 中信期货研究部

三、供给侧：存量恢复与增量并存

(一) 乙二醇供给结构及变化

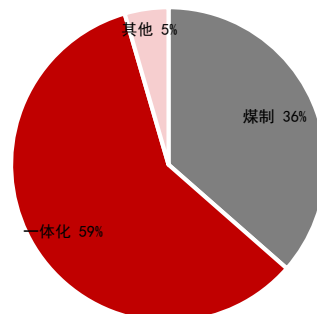
乙二醇产能也处在扩张的周期, 上半年实际投放乙二醇项目有内蒙荣信、恒力石化以及浙江石化; 9 月份新增山西沃能、中化泉州, 10 月份计划市场有中科炼化、新疆天业; 年底附近存投产可能性的有河南能源永城二期、湖北三宁以及陕西渭化等。综合来看, 预计到年底国内乙二醇产能规模突破 1530 万吨。

图表 21: MEG 产能及产能增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

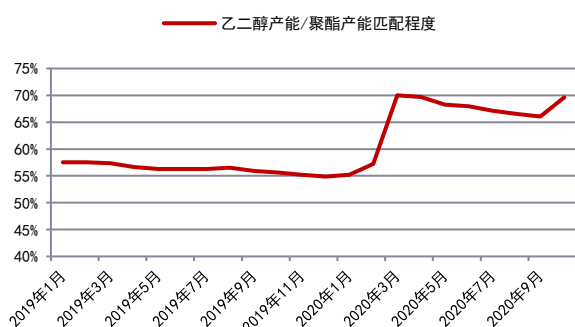
图表 22: 国内乙二醇产能结构



资料来源: Wind 中信期货研究部

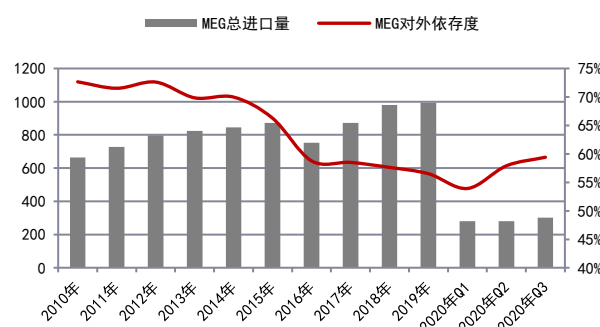
乙二醇供给结构上, 存在几个方面的变化, 第一, 在国内乙二醇产能上, 油制乙二醇产能占比继续提升; 第二, 国内乙二醇产能基数扩张与实际利用率不足是近期市场的典型特征, 一方面, 随着乙二醇产能基数的扩大, 国内乙二醇产能能满足国内 70% 的聚酯需求 (乙二醇产能与聚酯产能匹配程度); 另一方面, 国内产能扩张后, 年内乙二醇进口总量是扩张的, 实际上, 乙二醇对外依存度是稳定的, 并未伴随国内产能的扩张而明显的收缩。

图表 23: MEG 产能/聚酯产能匹配程度



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 24: 乙二醇进口以及对外依存度



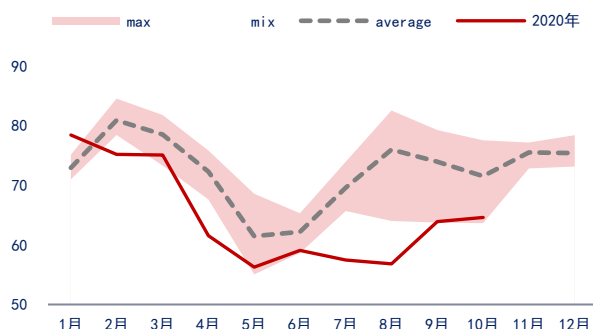
资料来源: Wind 中信期货研究部

(二) 乙二醇供给预期及影响

乙二醇国内产量方面, 近期市场呈现的特点是“存量恢复以及新产能增量并存”;

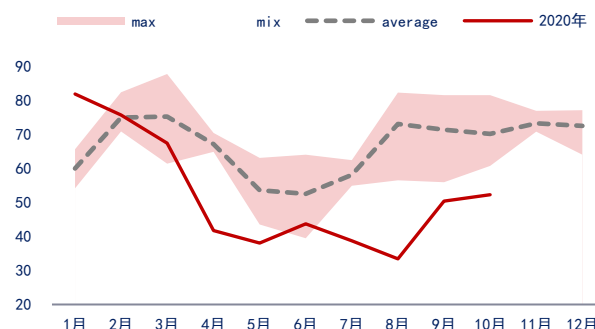
从国内乙二醇装置变化来看, 9 月份以来检停装置的恢复较多, 开工率环比也有较大程度的改善。从动因来看, 一体化装置负荷基本是稳定, 9 月份以来实际增长是相对有限的, 而煤制乙二醇装置则不同, 9 月份以来开工率环比提升近两成。

图表 25: MEG 装置历史开工率



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 26: 煤制 MEG 装置历史开工率



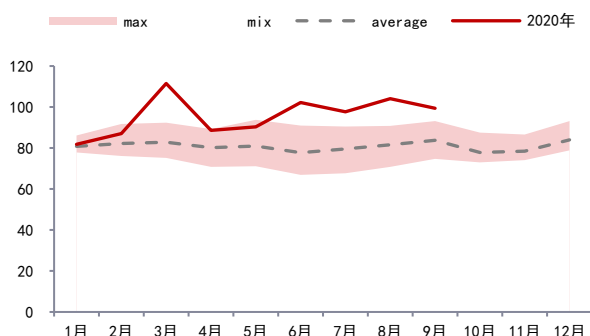
资料来源: Wind 中信期货研究部

近期国内煤制乙二醇生产的恢复,更可能来自于年内更低的生产水平。横向对比来看,去年同期煤制乙二醇负荷的提升,发生的背景是港口乙二醇库连续下降后带来价格的回升;而当前乙二醇港口库存总体维持在高位,且乙二醇价格总体也在低位波动,在此背景之下,乙二醇装置在9月份以来的集中恢复,或许并非来自生产效益的改善;更进一步来看,年内煤制乙二醇生产的下降,使得煤制乙二醇装置平均负荷要比2019年低近20%,更低的开工率意味着更低的产出,更低产出隐含的是更低的合约的执行度,从这个角度来讲,近期煤制乙二醇生产的恢复,或许也是出于下一年度合约销售的考虑。

与此同时,乙二醇项目投放处在兑现的时间窗口,已达产的有中化泉州、山西沃能,近期恢复试车的有中科炼化、新疆天业,年底附近存投产可能性的有河南能源永城二期、湖北三宁以及陕西渭化等。考虑装置投产节奏差异,以及新装置投产后负荷逐步提升的过程,那么新装置投放对国内产量的影响是呈现“逐月抬升的状态”,增量方面,到11月至12月份,预计新装置投放带来的产量增量预计在7~8万吨之间。

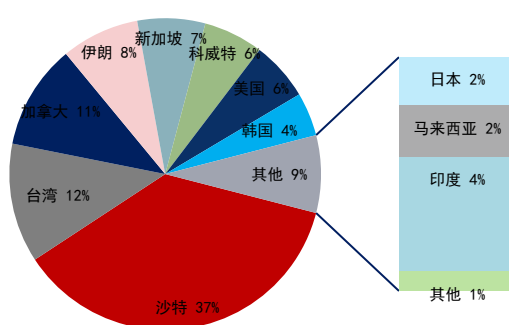
与此同时,乙二醇进口总量仍是高于往年的。从总量上看,1~9月份乙二醇总进口量同比增加近120万吨,进口总量占国内供给总量的57%,这一份额比去年是相当的;从边际变化来看,二季度以来乙二醇进口量占比是逐步抬升的,对比来看,二季度以及三季度乙二醇进口量占比要比一季度提升4~5个百分点。从市场的变化去看,原因大致有两个方面,第一,低油价对国内煤制乙二醇生产造成了冲击,而油制以及天然气等工艺生产乙二醇处在成本上处于优势地位;第二,国外疫情扩散导致需求冲击的环境下,更多的资源流入国内市场,其中,来自美国、加拿大以及印度的进口规模年内均出现了显著的提升。

图表 27: MEG 历史月度进口量



资料来源: Wind 中信期货研究部

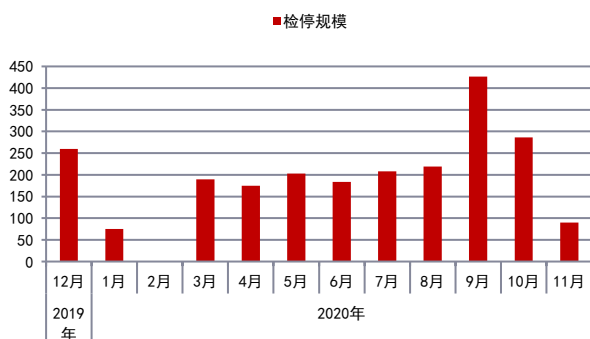
图表 28: MEG 进口来源统计



资料来源: Wind 中信期货研究部

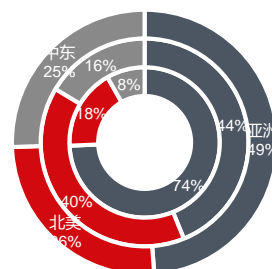
另外值得注意的是, 从外盘装置跟踪来看, 9 月份涉及检修的装置规模是年内最高的, 但是实际上 9 月份进口总量收缩是非常有限的; 而从产销分项来看, 检修高峰期台湾、中东货源收缩是相对明显的, 但是来自美国货源是反向扩张的。我们认为, 直接的原因在于船运周期的差异, 其中, 近洋地区货运周期短, 检修环节下进口数据反应灵敏, 而美国地区货运周期长, 9 月份检修总量中占比较高的来自北美地区, 从这个角度看, 检修带来的进口调整实际是反应不足的。站在当前时点往后看, 随着检修装置的恢复, 潜在的进口量收缩或许是更加困难的。

图表 29: 外盘 MEG 装置检修规模



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 30: 外盘检修 MEG 装置区域分布



资料来源: Wind 中信期货研究部

六、结论与建议

从链条来看, 9 月份终端纺织、服装需求超预期回升, 尤其是内需; 国庆节后终端补库带动织造端以及聚酯市场景气度提升, 也在强化四季度纺织、服装消费扩张的预期。

直接影响在于聚酯产品中涤纶长丝、涤纶短纤库存加速向中间商以及下游工厂转移, 并带来了涤纶长丝、涤纶短纤工厂库存的大幅下降, 支撑了涤纶长丝现金流的修复, 涤纶短纤现金流的扩张, 也带来涤纶长丝负荷的回升。从实际效果看, 涤纶长丝负荷的提升, 部分对冲了聚酯瓶片负荷下降的负面影响, 并保障了

聚酯负荷的稳定。

而在供给端，检修带来了部分地区进口的缩量，但程度上看，是低于预期的；国内煤制装置恢复驱动了近期乙二醇负荷的提升，我们认为，或许是出于平衡全年供给以及合约执行度的需要；与此同时，乙二醇新增装置 9 月份以来也陆续试车，10 月份下旬之后增量存提升的状态，而这将进一步推升国内乙二醇的供给过剩压力。

操作策略：乙二醇市场供需存转向的预期，未来一段时间抛空是主要的交易方向；节奏上，近期乙二醇价格虽然已出现连续的调整，但相对成本端而言，尤其是原油价格下跌导致油制生产的利润反向扩张，也将带来乙二醇价格下行空间的继续拓宽。

七、风险提示

（一）疫情影响

终端需求恢复不及预期、聚酯产量提升不及预期影响。

（二）供给影响

MEG 供给扩张不及预期影响。

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。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 2020 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>