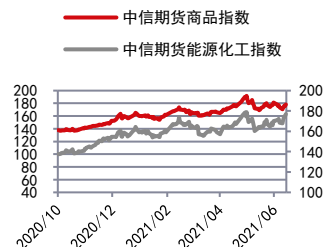


## 供需边际走弱，品种强弱分化

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

短期看好 PTA，中期看好短纤价格修复，MEG 受产能集中投放影响，下半年相对看弱。品种对冲上，建议关注乙二醇生产利润下降的交易机会；短纤加工费低位扩张的交易机会。



### 摘要：

#### 观点：

终端纺织、服装需求，总的看法是“低基数下的高增长”，全年纺织、服装消费增速预计在 11% 附近，若剔除基数的影响，复合增长率预计接近 1%；低基数下纺织、服装出口的高增长也会伴随基数的提升而边际走弱，我们预计全年纺织、服装出口复合增长率预计下降至 4~5% 之间。

聚酯产量继续扩张，但增速逐渐走弱，产量复合增长率预计降至 8% 附近；聚酯出口增速伴随基数的上行而逐渐下修。

低加工费是上半年 PTA 市场的主要特征，降低了国内生产的积极性，抑制了产量的释放。出口的扩张，推动国内 PTA 库存下降。下半年 PTA 总体看库存回补，阶段性也仍面临供需错配。

乙二醇上半年供给缺口近 15 万吨，下半年随着产量的上行，预计带动库存回补，总量上，全年乙二醇供给过剩量突破 50 万吨；节奏上，上半年乙二醇供给的缺口最快在 9 月份被回补，四季度乙二醇供应的增量将驱动乙二醇库存加速的累积。

**操作策略：**短期看好 PTA，中期看好短纤价格修复，关注下游备货节奏；MEG 受产能投放影响，下半年库存预计回补，看弱 MEG 价格。品种对冲上，建议关注乙二醇生产利润下降的交易机会；短纤加工费低位扩张的交易机会。

**风险因素：**(一) 终端纺织、服装需求不及预期；(二) PX 价格下行风险、PTA 库存累积超预期风险；(三) 乙二醇供给扩张不及预期风险。

### 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、上半年聚酯产业链回顾	5
二、后疫情期终端需求扩张，但增速放缓	6
（一）纺织、服装需求温和扩张	6
（二）纺织补库，服装延续降库	7
（三）下半年纺织、服装需求展望	8
三、短期面临库存压力，中期需求预期稳定	9
（一）聚酯产能投放，助力产量上行	9
（二）出口占比下行，加大国内压力	10
（三）聚酯库存回补，促销举措频出	11
三、PTA 市场及展望	12
（一）产能续增，产量低于预期	12
（二）低加工费抑制 PTA 产量释放	13
（三）上半年库存加速消化，下半年回补	14
四、乙二醇市场及展望	15
（一）供给端：总量稳定，结构分化	15
（二）库存总量下降，显性库存隐形化	18
（三）下半年乙二醇供需研判	18
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：涤纶短纤价格走势 .....	5
图表 3：PTA、乙二醇期货历史波动率.....	6
图表 4：涤纶短纤期货历史波动率.....	6
图表 5：国内纺织、服装社会零售额及同比增速.....	6
图表 6：纺织服装出口额及同比增速.....	6
图表 7：基数调整后国内纺织、服装弱复苏特征.....	7
图表 8：纺织、服装出口增速下行，但幅度收窄.....	7
图表 9：纺织存货、产成品同比增速.....	7
图表 10：服装、服饰存货、产成品同比增速.....	7
图表 11：行业利润总额低于疫情前水平.....	8
图表 12：行业固定资产投资尚未完全恢复.....	8
图表 13：行业利润总额低于疫情前水平.....	8
图表 14：行业固定资产投资尚未完全恢复.....	8
图表 15：三季度纺织、服装增速预期及对比.....	9
图表 16：四季度纺织、服装增速预期及对比.....	9
图表 17：聚酯月度产能变化 .....	10
图表 18：聚酯月度产量变化 .....	10
图表 19：聚酯出口及增速 .....	10
图表 20：聚酯出口占国内总产量的比重.....	10
图表 21：聚酯库存及历史分位数变化.....	11
图表 22：FDY 库存及历史分位数变化 .....	11
图表 23：聚酯库存与纶长丝产销.....	12
图表 24：聚酯现金流与涤纶长丝产销.....	12
图表 25：PTA 产能及有效产能变化 .....	12
图表 26：PTA 产量及移动平均产量 .....	12
图表 27：PTA 现货月度平均加工费（不含醋酸） .....	13
图表 28：PTA 现货月度平均加工费（含醋酸） .....	13
图表 29：石脑油价格结构 .....	13
图表 30：PX 价格结构 .....	13
图表 31：PX 与石脑油价差结构 .....	14

图表 32: PTA 远期加工费 .....	14
图表 33: PTA 供需推演及缺口预期 .....	14
图表 34: PTA 库存预期变化 .....	14
图表 35: PTA 期货仓单注册和注销规模 .....	15
图表 36: PTA 现货、均价及期货价格比较 .....	15
图表 37: 乙二醇供给量及增速变化 .....	16
图表 38: 乙二醇国及进口份额变化 .....	16
图表 39: 乙二醇产量重心逐渐抬升 .....	17
图表 40: 乙二醇产量同比及环比变化 .....	17
图表 41: 乙二醇进口量季节性变化 .....	17
图表 42: 乙二醇区域进口货源份额变化 .....	17
图表 43: 乙二醇供需缺口及库存变化 .....	18
图表 44: 乙二醇供需缺口及库存 .....	18
图表 45: 乙二醇港口库存降至低位 .....	18
图表 46: 乙二醇港口库存季节性变化 .....	18
图表 47: 乙二醇供需缺口推演及库存预期变化 .....	19
图表 48: 乙二醇供需缺口推演及库存 .....	19

## 一、上半年聚酯产业链回顾

PTA、乙二醇以及短纤价格趋势上保持一致，近期 PTA、乙二醇以及短纤价格均已高于疫情前水平，但是对比原油来讲，仍然是相对偏低估的。从阶段性强弱看，PTA、乙二醇以及短纤差异是比较显著的。

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 年一季度乙二醇强于短纤和 PTA，价格变化对比看，乙二醇价格高点要比疫情前高 30%，而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。

一季度乙二醇价格的大幅反弹，除原油价格的影响之外，还受到美国寒潮的刺激。寒潮导致美国乙二醇产能集中中断，市场响应的下调乙二醇的进口预期，在国内产能投放延期的情况下，对乙二醇市场供需的预期是有显著的调整和变化的。

乙二醇价格大幅反弹后，也对市场供需造成了显著的影响，一方面，受益于价格的反弹，乙二醇生产的积极性在恢复，可以看到之后乙二醇不论是油制装置亦或是煤制乙二醇装置的开工率都有明显的提升；另一方面，乙二醇价格反弹之下，也抑制了下游的采购需求。在这之后的两个月内，乙二醇价格急转直下，4 月底创下年内的低点。

二季度 PTA 价格转强，直接原因在于成本端居高不下，压力难以向下游传导，导致 PTA 环节加工费不断被挤压，期间 PTA 加工费甚至跌穿行业内多数企业的生产成本。生产回报的下降，导致 PTA 装置阶段性出现集中的停检，部分时段供应水平急剧下降。在这之后，随着加工费的低位恢复，PTA 供应商生产的意愿有所回升，但供应总量依然不算高。加上 PTA 部分供应商在 3 月份以来连续收缩合约供应，对现货市场流动性造成了一定的冲击，并加快了 PTA 期货仓单的流出。

图表 1：PTA、乙二醇价格走势



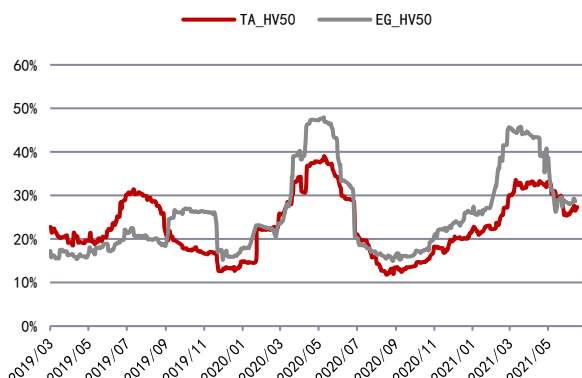
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 2：涤纶短纤价格走势



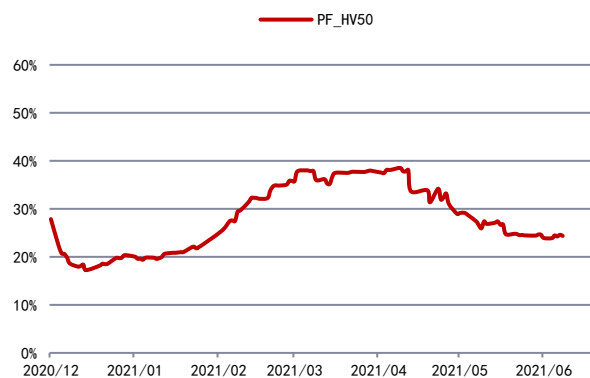
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 3: PTA、乙二醇期货历史波动率



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 4: 涤纶短纤期货历史波动率



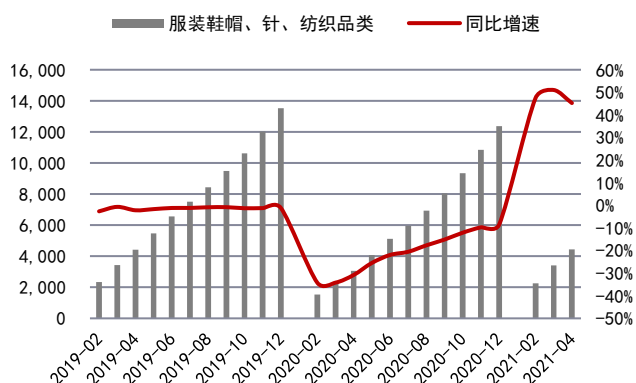
资料来源: Wind 中信期货研究部

## 二、后疫情期终端需求扩张，但增速放缓

### (一) 纺织、服装需求温和扩张

后疫情时代纺织、服装需求得到恢复。国内方面，5 月国内纺织、服装零售总额近 1130 亿元，同比增长 12.3%；前五个月国内纺织、服装零售总额近 5568 亿元，同比增长 39.1%。出口方面，前五个月纺织、服装出口总额近 1126.9 亿美元，同比增长 17.2%，其中，服装出口总额近 566 亿美元，同比增长 48.3%，纺织品出口总量仍维持高位，但受到 2020 年同期基数较高的影响，4 月、5 月录得负增长。

图表 5: 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 6: 纺织服装出口额及同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

若剔除基数的影响，纺织、服装需求增长则略显温和，其中，前五个月国内纺织、服装需求复合增长率近 1.0%；而纺织、服装出口复合增长率近 6.4%，其中，纺织品出口复合增速近 7.7%，相比较而言，服装出口复合增速要低 2.6 个百分点。

图表 7：基数调整后国内纺织、服装弱复苏特征



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 8：纺织、服装出口增速下行，但幅度收窄



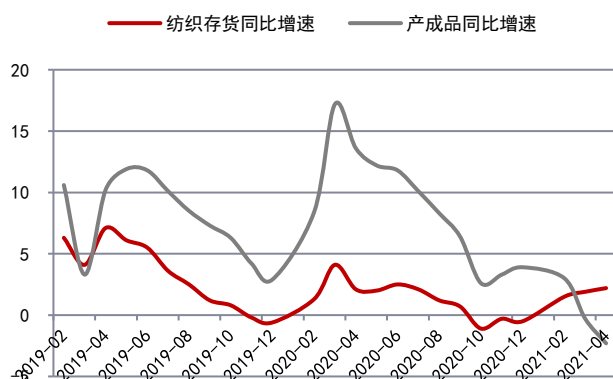
资料来源：Wind 中信期货研究部

## (二) 纺织补库，服装延续降库

随着终端消费的提升，服装行业库存有积极去化，其中，4 月份服装、服饰业存货同比下降 1.2%，考虑到疫情期存货同比增幅近 0.1%，意味着服装、服饰业存货已经要低于 2019 年同期水平。而纺织行业 2020 年、2021 年同期连续录得近 2% 的增速，意味着纺织行业存货规模要显著的高于 2019 年同期水平，但是尚不及 2019 年同期 7% 的增速。

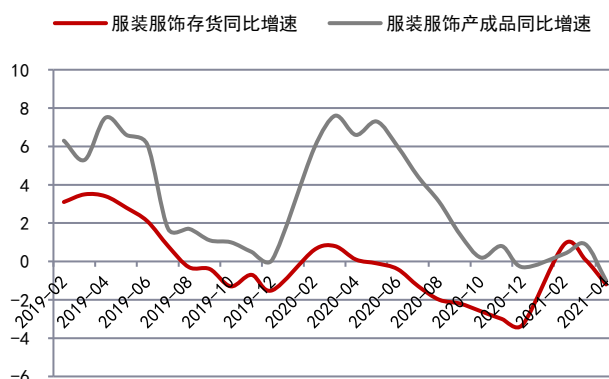
库存结构上，纺织、服装产成品规模不低，并高于去年同期水平；纺织存货中，原材料在逐渐回升，数据外推显示，4 月份纺织原材料同比增长近 4%，意味着 2018 年以来行业原材料去库存过程已经告一段落；服装存货中，原材料继续下滑，但是与疫情期相比，降幅环比已经显著收窄。

图表 9：纺织存货、产成品同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 10：服装、服饰存货、产成品同比增速

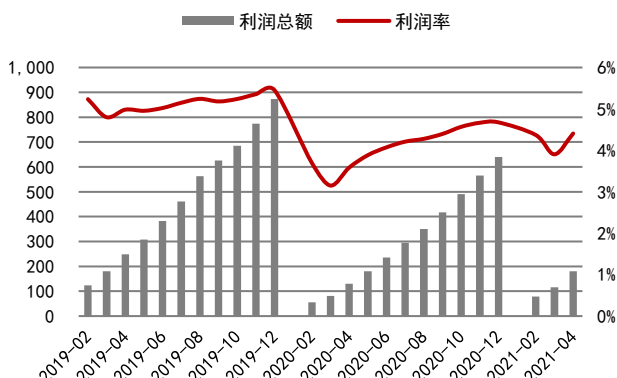


资料来源：Wind 中信期货研究部

实际上，服装行业利润总额及利润率仍远低于疫情前水平，我们认为，也是造成再库存动能薄弱的主要原因。从数据来看，1~4 月份服装、服饰行业利润总额近 180 亿元，利润率近 4.4%，已经要显著的好于疫情期水平，但是距离疫情前水平仍有较大的差距（2019 年同期利润总额 248 亿元；利润率 5%）。

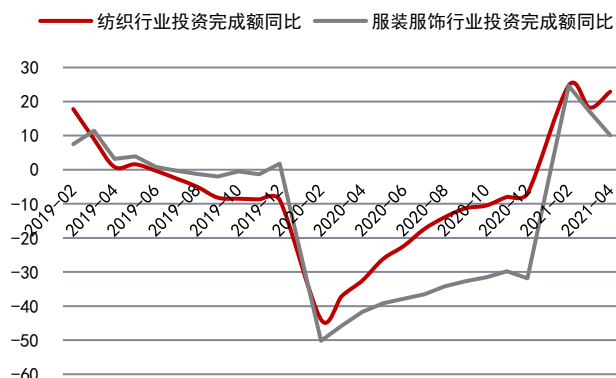


图表 11: 行业利润总额低于疫情前水平



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 12: 行业固定资产投资尚未完全恢复



资料来源: Wind 中信期货研究部

进一步来讲, 除影响了短期的再库存之外, 还对行业新增投资造成了抑制。2020 年受疫情冲击, 纺织、服装投资锐减 30%、40%, 2021 年 1~5 月纺织、服装投资完成额同比增长 17.1%、8.3%, 这一增速实际上难以回补 2020 年基数下降的造成的影响, 进一步来讲, 若以 2019 年同期数据外推, 那么年内纺织、服装投资增速的复合增长率分别在-7%、-19%。

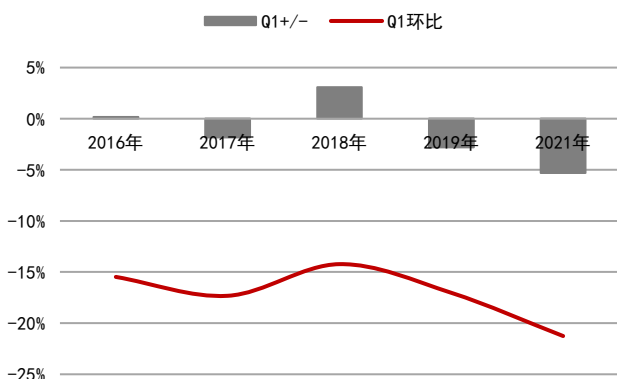
### (三) 下半年纺织、服装需求展望

#### (1) 国内纺服温和复苏

上半年国内纺织服装消费同比增速预计在 30%附近, 较一季度末增速下降近两成; 上半年国内纺织服装消费, 2019 年以来的复合增长率近 0.8%, 较一季度末增速上升近 1.1 个百分点。

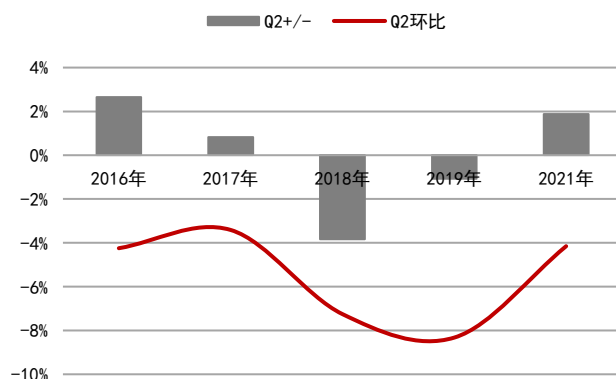
一季度纺织服装消费环比下降近 20%, 较 2015~2019 年期间同期降幅要高出近 5 个百分点, 我们认为, 部分原因在于去年四季度消费爆发后对当期的消费的挤出作用。二季度纺织服装消费环比下降近 4%, 这一环比变化较 2015~2019 年期间同期降幅要低 2 个百分点。

图表 13: 行业利润总额低于疫情前水平



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表 14: 行业固定资产投资尚未完全恢复

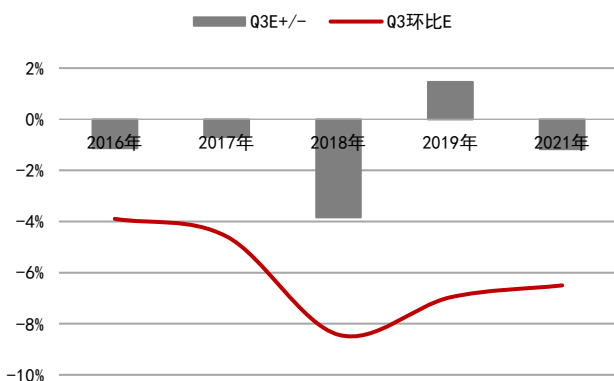


资料来源: Wind 中信期货研究部



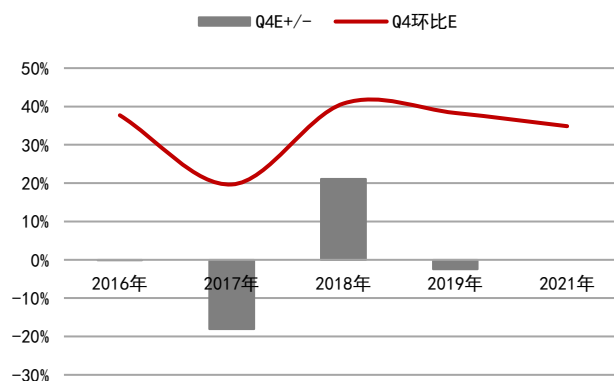
下半年国内纺织、服装消费预期相对积极。总量上全年纺织、服装消费增速预计在 11%附近，2019 年以来复合增长率接近 1%。边际变化体现在两个层面，第一下半年纺织、服装消费增速逐级下行；第二下半年季节性强度强于下半年，我们预计下半年需求环比增速预计在 7~8%之间。

图表 15：三季度纺织、服装增速预期及对比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 16：四季度纺织、服装增速预期及对比



资料来源：Wind 中信期货研究部

## (2) 高基数下出口增速下行

上半年纺织服装出口同比增速预计在 9~10%之间，较一季度高点下降超过 30 个百分点。相对应的是，2019~2021 年间同期纺织服装出口的复合增长率近 5%，较一季度高点下降 5 个百分点。

结构上，国内服装出口增速仍接近 50%，而纺织品出口增速受 2020 年同期高基数影响而快速下降，截止 5 月份，纺织品出口已转向负增长。趋势上，三季度纺织品出口高基数的影响依然存在，纺织品出口依然会拖累纺织服装总出口的增速。

对于下半年出口，纺织服装总出口仍有望受益于需求的改善，我们预计下半年纺织服装出口环比增幅在 17%附近，这一增速小幅低于 2019 年同期水平，与 2015 年~2019 年平均增速匹配。在这一下半年纺织服装出口增速前提之下，全年纺织服装出口增速预计在 2%附近（2019-2021 年纺织服装出口复合增长率预计逐渐降至 4~5%）；参照上半年出口增速的调整幅度，实际上意味着下半年纺织服装出口增速还是继续下行，但降幅则有显著的放缓。

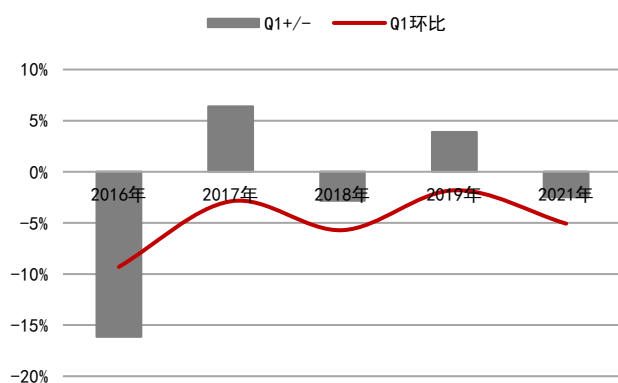
## 三、短期面临库存压力，中期需求预期稳定

### (一) 聚酯产能投放，助力产量上行

产量上，受益于产能的扩张以及开工率的高位，聚酯产量重心逐级上移，其中，5 月份聚酯产量更是录得记录高位，达 505 万吨，同时，上半年聚酯总产量上升至 2855 万吨；增速上，上半年聚酯总产量较 2020 年同期增长近 19%，较 2019 年同期的复合增长速度达 8.8%，略高于 2019 年同期的产量增速。

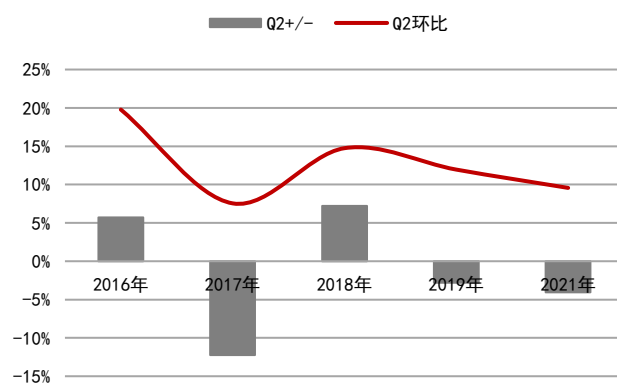
聚酯产季节性特征在延续,不过边际变化上要弱于往年,具体来讲,一季度聚酯产量环比下降近 5%,幅度较 2015~2019 年同期高 2.5 个百分点;二季度聚酯产量环比的增幅近 9.5%,幅度较 2015~2019 年同期要低 4 个百分点。

图表 17: 聚酯月度产能变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 18: 聚酯月度产量变化



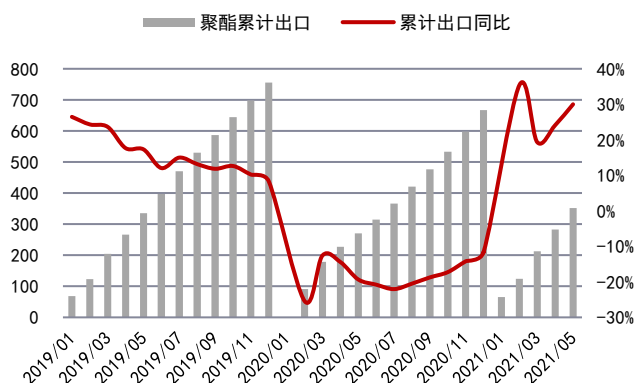
资料来源: CCF 中信期货研究部

下半年聚酯总产量预计攀升至 3000 万吨附近,较上半年上升 130 万吨,增幅超过 4 个百分点。全年来看,聚酯总产量水平预计上升至 5840 万吨,较 2020 年产量同比增长近 11%。按照全年聚酯产量核算,聚酯产量两年的复合增长率预计在 8%附近。总的来讲,虽然下半年聚酯增速边际虽然在逐渐走弱,但全年依然能维持较高的增长速度。

## (二) 出口占比下行,加大国内压力

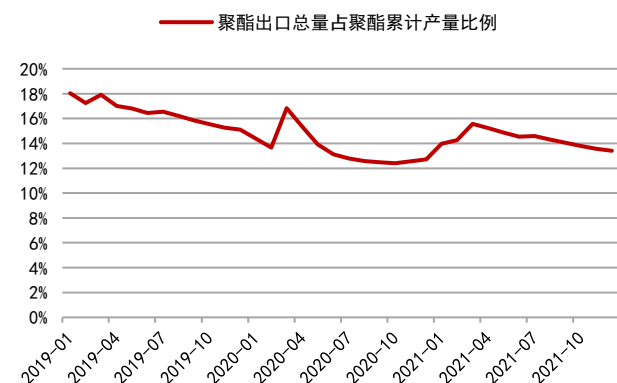
前五个月聚酯总出口量近 350 万吨,同比增长近 30%;下半年,可以预见的是,低基数带来的出口的高增速也会伴随基数的恢复而逐渐下修。就全年来讲,我们预计聚酯总出口量在 780~790 万吨之间,同比增速预计在 18%,较当前增速预计下降 12 个百分点。

图表 19: 聚酯出口及增速



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 20: 聚酯出口占国内总产量的比重



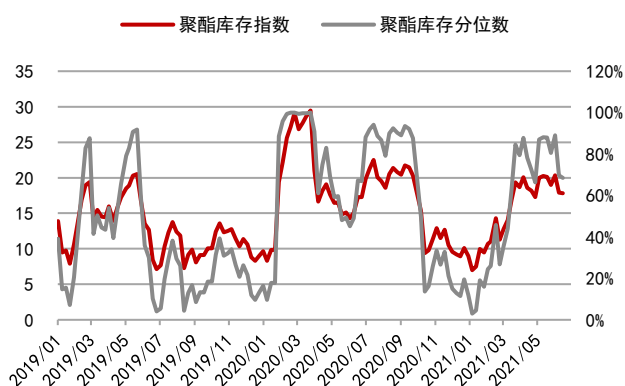
资料来源: CCF 中信期货研究部

对比聚酯产量看，我们预计全年聚酯出口在总产量中所占的比重或下降至 13.5%附近，这一占比要比近五年均值下降 1.5 个百分点（近五年聚酯出口在总产量中的比重约占 15%）。而聚酯出口占比的下降，意味着需要下游更大的承接能力或者实际消费能力。

### （三）聚酯库存回补，促销举措频出

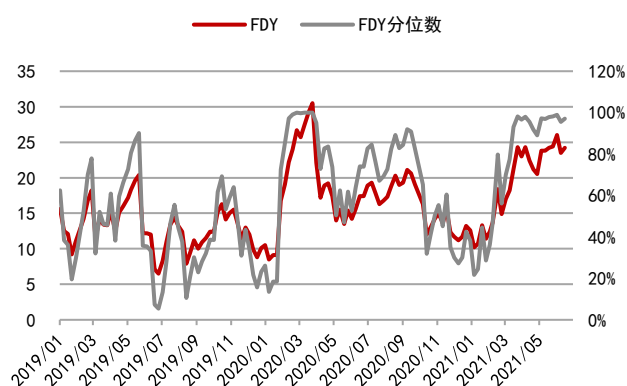
3 月份之后聚酯库存强势回补，其中，聚酯平均库存天数上升至 20 天附近，库存分位数接近 90%。在聚酯库存结构上，涤纶长丝库存升至高位，其中，DTY 库存水平高，但较历史高点仍有距离；POY 及 FDY 库存略低于 DTY，但库存分数接近 98%，也表明 POY 及 FDY 接近了历史高点。

图表 21：聚酯库存及历史分位数变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 22：FDY 库存及历史分位数变化

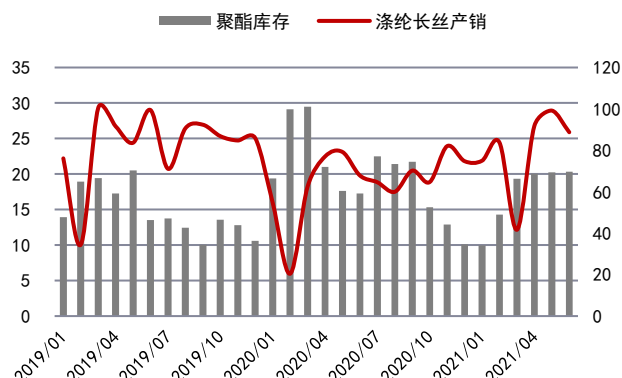


资料来源：CCF 中信期货研究部

库存上升背景下，聚酯工厂促销的举措频出，统计来看，在最近的 70 个自然日中，聚酯工厂已累计促销 10 次，基本是每周一次的频率；从近几次促销来看，聚酯工厂逆原料价格反弹而降价促销，客观上实现了向下游更大程度的让利，相应的近几次聚酯产销也是大幅好于之前水平。

聚酯工厂的促销举措，确实起到了减轻库存上升的压力，4 月份之后聚酯工厂库存高点基本没有明显的继续上升。但是聚酯工厂库存除促销期之外也没有明显的继续下降，似乎聚酯工厂重视“降库”而不是在于“去库”。相应的我们并不认为下游工厂不具备承接的能力，尤其是在经历原料库存的连续去化之后，当下下游织造工厂原料备货量已经处在较低的水平。

图表 23: 聚酯库存与涤纶长丝产销



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 24: 聚酯现金流与涤纶长丝产销



资料来源: CCF 中信期货研究部

### 三、PTA 市场及展望

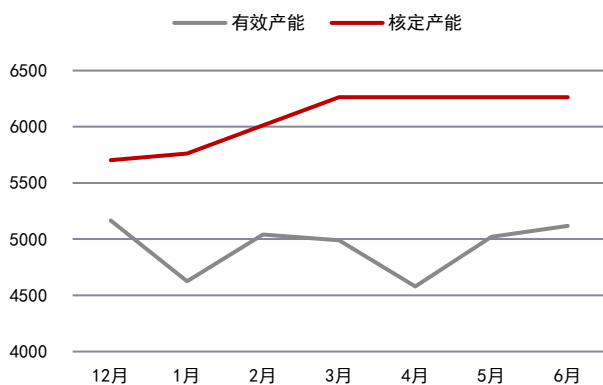
#### (一) 产能续增, 产量低于预期

PTA 产能在继续扩张, 但产量在上半年环比有所下滑。产能来看, 上半年 PTA 产能增加 500 万吨, 总规模提升至 6263 万吨。下半年仍有项目待投, 其中, 逸盛新材料一期 PTA 项目 6 月下旬试车, 二期 PTA 项目计划年底附近投产, 总的来讲, 产能仍然在延续扩张。

从趋势上看, 伴随产能的扩张过程, PTA 产出水平也在逐级抬升。不过对比 PTA 产能与产量的变化, 总的来讲, 产量的兑现程度还是低于产能的增量, 事实上, 上半年之中 PTA 产量的增量预计也兑现的并不充分。

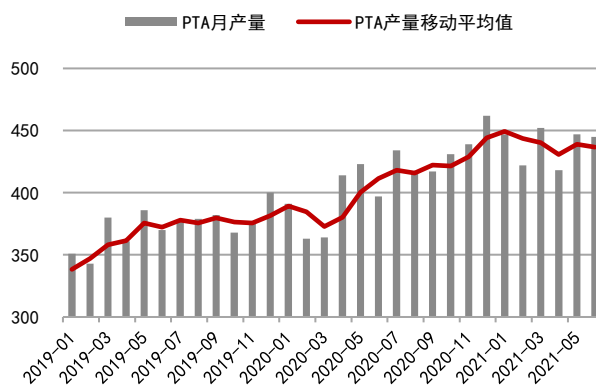
在产量方面, 上半年 PTA 总产量近 2350 万吨, 较去年同期增长近 12%, 不过相较于产能的变化, 仍有近 8 个百分点的差距。从产量的环比变化看, 上半年之中, 二季度产量较一季度有近 10 万吨的降幅, 同时, 也要比去年四季度减少近 20 万吨。

图表 25: PTA 产能及有效产能变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 26: PTA 产量及移动平均产量



资料来源: CCF 中信期货研究部

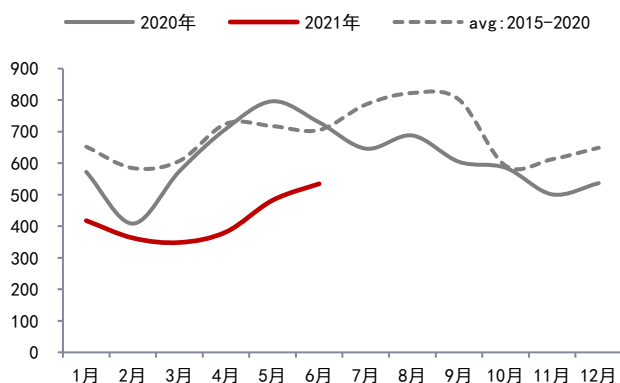
## (二) 低加工费抑制 PTA 产量释放

PTA 生产低加工费环境，降低了企业生产的积极性，并抑制了实际的产出。

从加工费来看，第一，3 月份、4 月份 PTA 现货平均加工费降至 160 元/吨，创 2015 年以来的新低；第二，上半年 PTA 现货平均加工费近 220 元/吨，也低于 2015 年及 2016 年同期 380 元/吨及 400 元/吨水平。

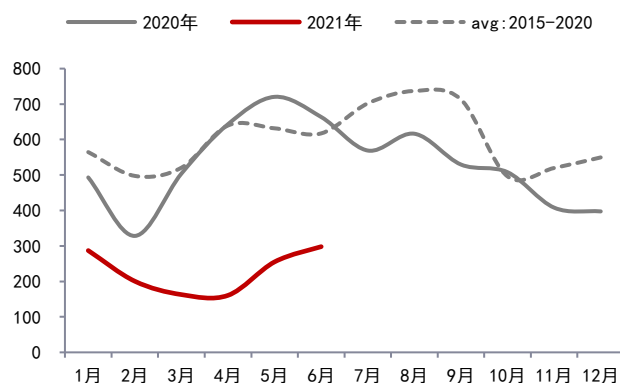
受制于低加工费的影响，上半年 PTA 装置的平均开工率近 81.6%，较去年同期下降近 3.5 个百分点；从上半年变化来看，二季度平均开工率环比下降近 4.5 个百分点，其中，4 月份降幅更是超过 7 个百分点。

图表 27: PTA 现货月度平均加工费 (不含醋酸)



资料来源: CCF 中信期货研究部

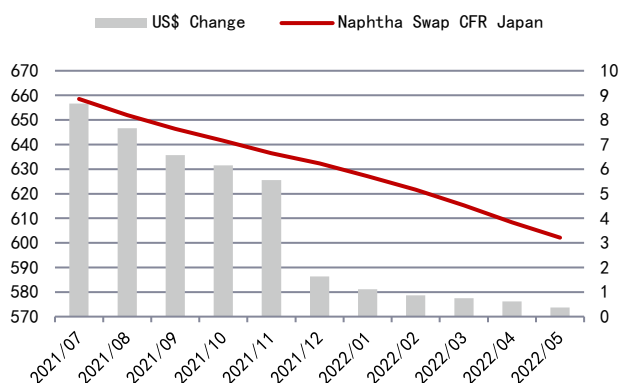
图表 28: PTA 现货月度平均加工费 (含醋酸)



资料来源: CCF 中信期货研究部

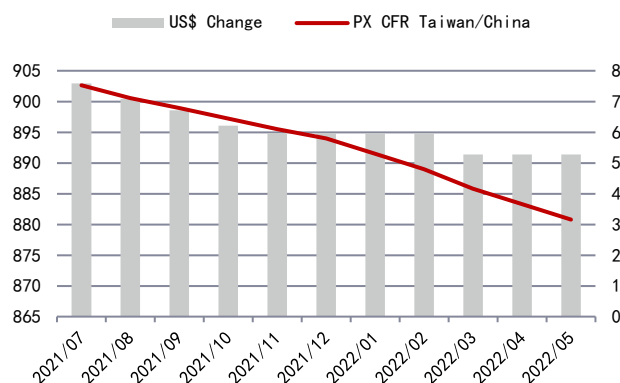
PTA 加工费是结构性问题，近端与远端实际面临的不同的加工费，其中，近端加工费低，而远端加工费相对较高。造成这种差别的直接原因在于原料端与成品端不同的供需情况及预期。从价格来看，石脑油供应受限而需求受裂解需求提振，石脑油价格表现强势，结构上呈现近强远弱的格局；从下游产品看，PX 结构类似，但生产利润受高成本挤压而相对较弱；PTA 面临高成本影响，近端加工费降至低位，同时，远端受价格升水及原料贴水影响而相对较好。

图表 29: 石脑油价格结构



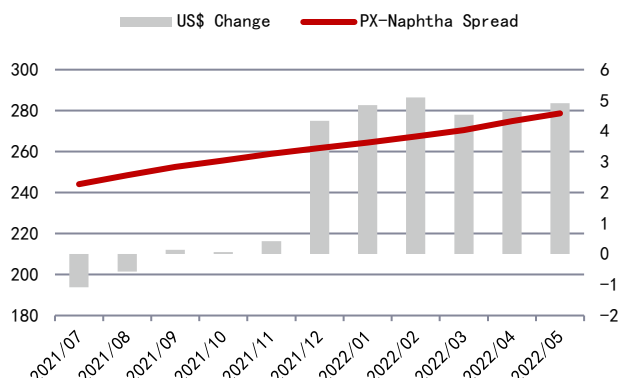
资料来源: SGX 中信期货研究部

图表 30: PX 价格结构



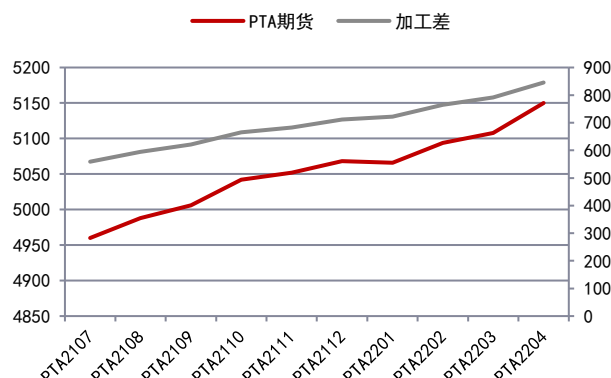
资料来源: SGX 中信期货研究部

图表 31: PX 与石脑油价差结构



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 32: PTA 远期加工费



资料来源: CCF 中信期货研究部

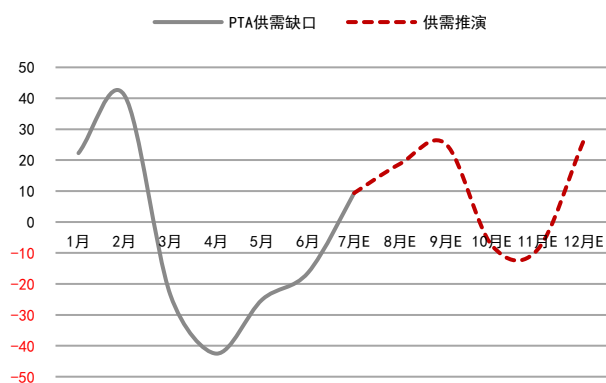
### (三) 上半年库存加速消化, 下半年回补

PTA 供应的增量、库存的累积没有兑现, 相反, 库存在 3 月份之后连续、大幅的下降, 这也成为上半年 PTA 市场最大的预期差。从库存变化来看, 1~2 月 PTA 库存环比增加近 60 万吨, 3~6 月 PTA 库存预计下降近 100 万吨, 上半年 PTA 库存总量预计下降近 40 万吨。

从动能来看, PTA 供应调整降低了国内市场供应过剩压力, 同时, 出口扩张是加快了 PTA 库存的下降。数据来看, 年内 PTA 实现出口近 110 万吨, 按照出口推演看, 我们预计全年出口总量将增至 260 万吨附近, 这一出口量也将创下近十年的新高。

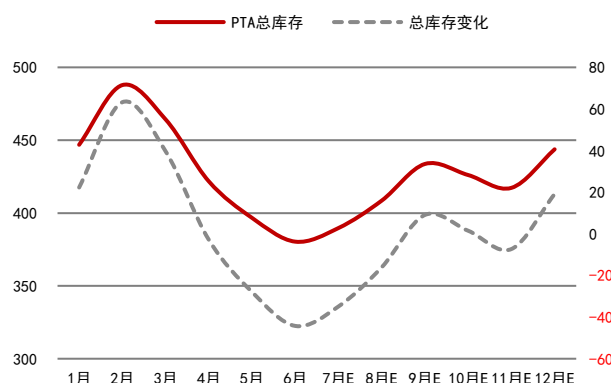
出口扩张在下半年继续扮演平衡国内 PTA 市场供应的角色, 不过受国内 PTA 新产能的投放影响, 下半年大概率会看到国内市场 PTA 供给总量的抬升, 我们预计下半年 PTA 产量均值将提升至 475 万吨附近, 受供给提升影响, PTA 由上半年的供给不足将转向过剩。需要提到的是, 下半年供需推演也显示下半年仍然面临结构性的供需错配窗口。

图表 33: PTA 供需推演及缺口预期



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 34: PTA 库存预期变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

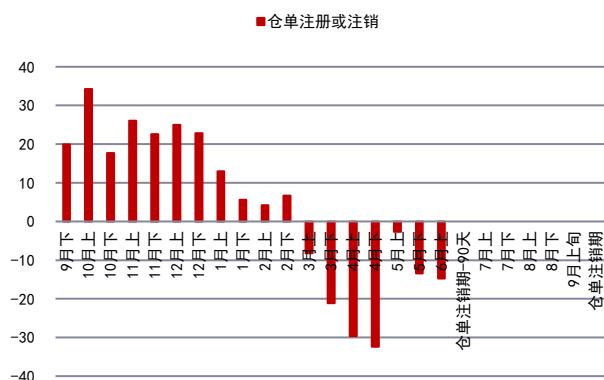


下半年虽然 PTA 供给抬升会驱动库存回补，但是库存回补的节奏以及回补的强度也会对市场造成不同的影响。同时，与去年下半年不同的是，下半年 PTA 期货仓单注销的压力相应会更轻。

直接原因在于 PTA 期货仓单在上半年经历了连续的注销过程，这一过程的展开也有供应商主动收缩合约供应有直接的关联，受此影响，PTA 市场现货流通货源开始收紧，现货有所转强，基差逐渐回升，流通货源的不足以及基差的走强也是加速 PTA 期货仓单的注销。

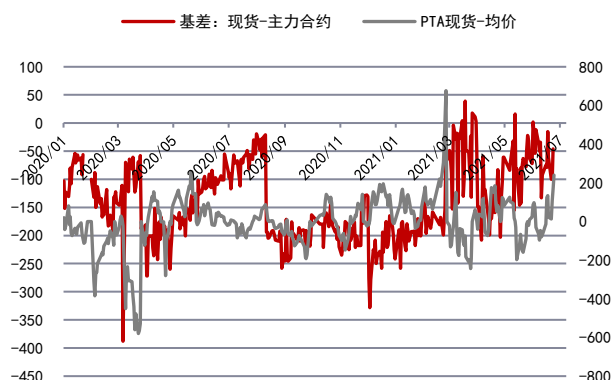
从数据来看，随着 3 月份以来期货仓单的不断注销，近期 PTA 期货实物库存降至近 70 万吨，已经低于去年同期水平。我们认为，9 月份中旬 PTA 期货仓单注销以及注销对现货市场的冲击也会相应缩减，同时，考虑到 PTA 期货交割的制度要求，7 月份之后的新增供应也可以通过期货消化。

图表 35：PTA 期货仓单注册和注销规模



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 36：PTA 现货、均价及期货价格比较



资料来源：CCF 中信期货研究部

## 四、乙二醇市场及展望

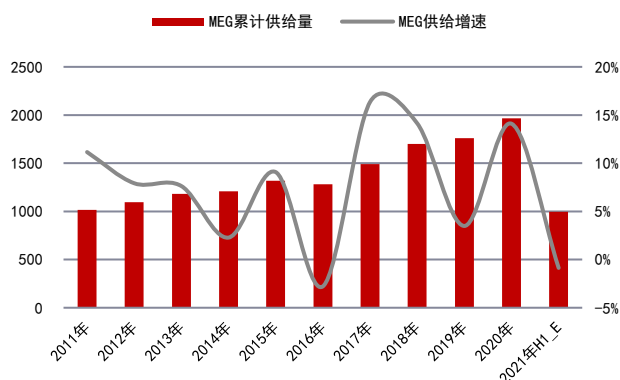
### (一) 供给端：总量稳定，结构分化

总量上，上半年乙二醇总供给量近 1000 万吨，与去年同期相当。结构上，呈现内增外降的格局。

上半年国内乙二醇总产量近 570 万吨，较去年同期增加近 130 万吨；同期乙二醇总进口量下降 135 万吨，总量近 425 万吨。上半年乙二醇供给结构看，呈现内增外降的格局，对比来看，乙二醇进口量的下降也使得乙二醇国内自给率上升近 13 个百分点至 57.5%附近。

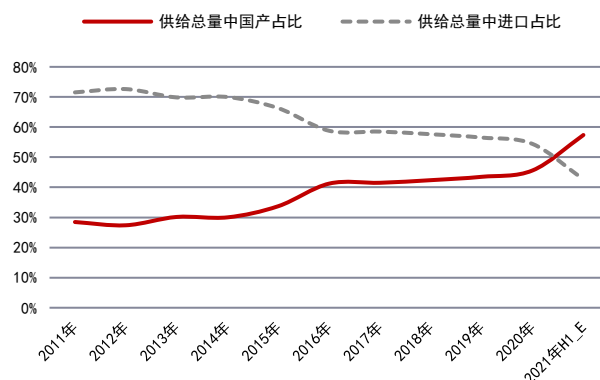


图表 37: 乙二醇供给量及增速变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 38: 乙二醇国及进口份额变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

国内乙二醇产量的上升, 还是受益于国内大的产能规模及持续的产能扩张的影响。

全年乙二醇规划投放乙二醇产能涉及近 600 万吨, 其中, 上半年乙二醇已投放产能近 340 万吨, 节奏上, 一季度新增陕西渭化、陕西延长, 涉及产能 40 万吨; 二季度新增卫星石化、浙江石化及湖北三宁, 涉及产能 300 万吨。

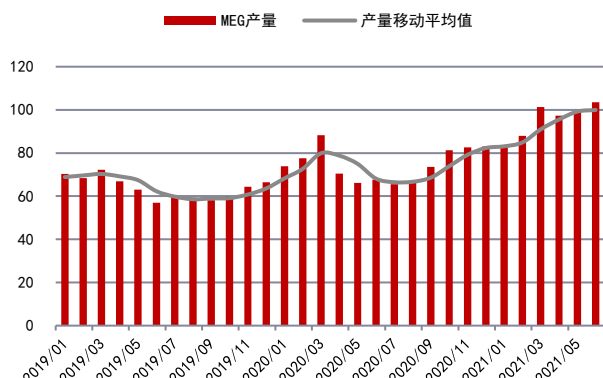
上半年乙二醇国内产能规模已突破 1900 万吨; 下半年之中预计三季度末产能规模将突破 2000 万吨。伴随乙二醇产能的扩张, 乙二醇产量重心逐步抬升, 3 月份乙二醇产量首次突破 100 万吨, 4 月以来, 存量装置供应的收缩与新产能的增量是并存的, 产量水平总体维持稳定状态。

从国内内部生产来看, 3 月份产量的上升是全局性的, 不仅有油制乙二醇生产的提升, 同时还有煤制乙二醇生产的恢复, 从乙二醇开工率的拆解看, 期间煤制乙二醇开工率上升至 6 成附近, 而油制乙二醇开工率上升至 8 成附近, 回头看这也是上半年开工率最好的时期。

4 月份之后, 煤制乙二醇生产的受到了明显的抑制, 对比来看, 近期煤制乙二醇开工率已经要比 3 月份高点下降近两成, 煤制开工率的下降也拉低了国内乙二醇综合开工率近 8 个百分点。

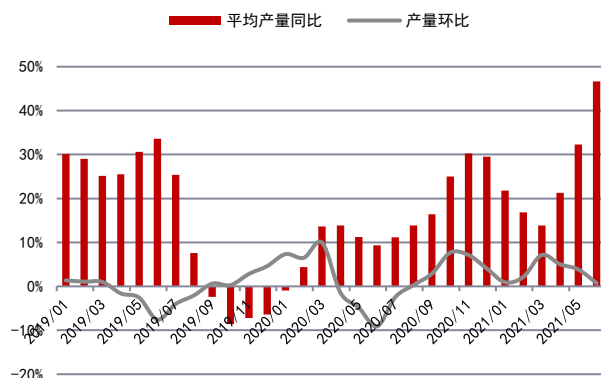
虽然开工率有明显的下行, 但是乙二醇产量并没有受到更大的负面冲击, 主要还是得利于国内产能基数的不断态势, 从最新评估看, 6 月份国内乙二醇产量在 105 万吨附近, 还是要略高于 3 月份产量高点。

图表 39: 乙二醇产量重心逐渐抬升



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 40: 乙二醇产量同比及环比变化



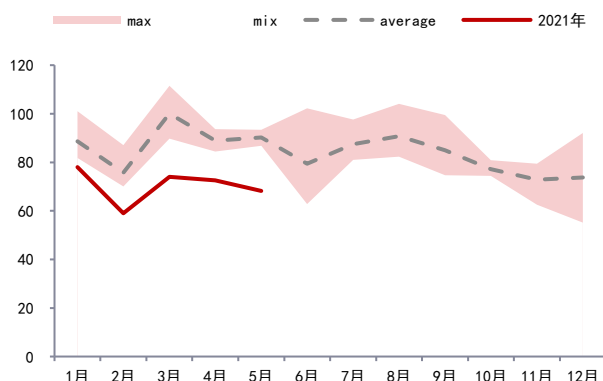
资料来源: CCF 中信期货研究部

国内产能的扩张, 趋势上也会加快对进口的替代过程。但是长期的变化并不是当前进口下降以及替代的主要原因。不过当前国内乙二醇市场的供应还是受到了进口下降的冲击。

从数据来看, 前五个月乙二醇总进口量降至 350 万吨附近, 依据当前进口规模推演, 我们预计上半年乙二醇进口总量近 425 万吨。对比来看, 上半年乙二醇进口量较去年同期下降近 135 万吨, 也使得乙二醇进口占比较去年同期下降近 13 个百分点至 42.5% 附近。

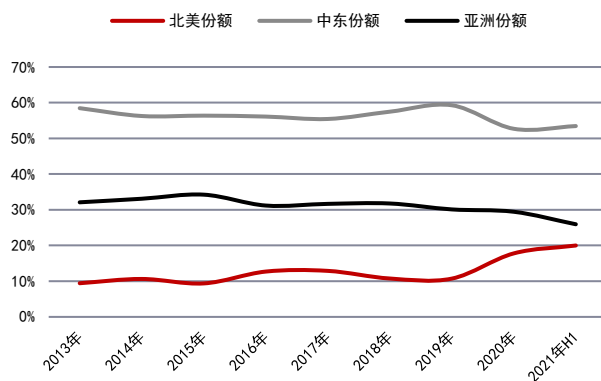
乙二醇总量下降之中, 结构上存在明显的分化, 2020 年以来总体的表现是“北美份额上升, 中东及亚洲份额下降”。从内部来看, 我们认为, 北美份额上升是结构性的变化, 趋势上还是会继续得到加强; 中东份额下降更多还是受到平衡原油供应导致的影响, 未来也会伴随原油减产程度的下降而逐渐抬升; 亚洲份额趋势还是会继续下降, 在外边供应中, 亚洲地区乙二醇供应或许也是最为脆弱的, 面临国外低成本货源的竞争, 同时还面临国内乙二醇产能新增带来的需求下降的影响。

图表 41: 乙二醇进口量季节性变化



资料来源: CCF 中信期货研究部

图表 42: 乙二醇区域进口货源份额变化

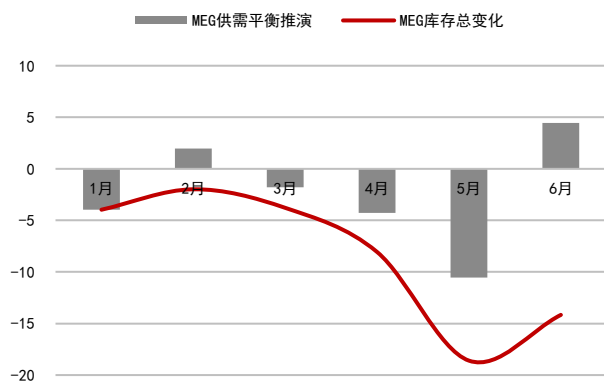


资料来源: CCF 中信期货研究部

## (二) 库存总量下降，显性库存隐形化

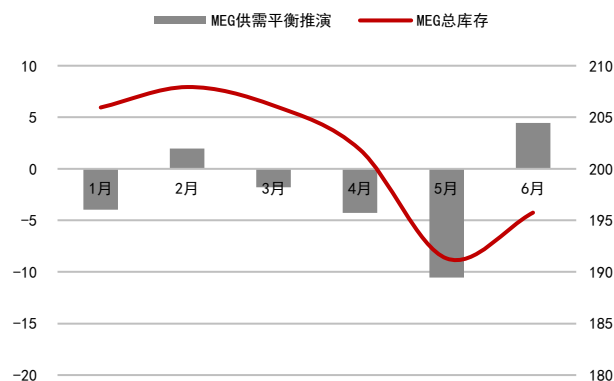
前文提到，上半年乙二醇总供应量近 1000 万吨，总量与去年持平；在同等供应之下，不同于去年上半年乙二醇库存的大幅累积，在上半年乙二醇出现了连续的去库，这也是市场超预期的因素。

图表 43：乙二醇供需缺口及库存变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 44：乙二醇供需缺口及库存



资料来源：CCF 中信期货研究部

从总量来看，预计上半年乙二醇供给缺口近 15 万吨。依据平衡表及推演，上半年乙二醇需求有明显的扩张，在总供给比较高的情况之下，仍带来了近 15 万吨的供给缺口。

从结构上看，库存隐形化是比较重要的特征。对比来看，上半年乙二醇华东主港库存在连续的下行，近期乙二醇港口库存量较年初累积下降近 25 万吨，要高于乙二醇平衡表所体现的供给缺口，这隐含的是乙二醇库存由显性向隐形的变化。

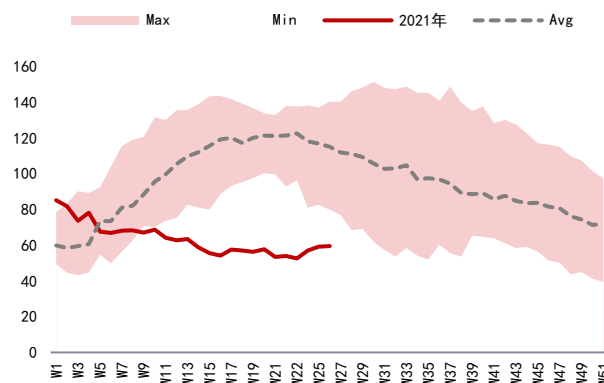
从隐形库存变化来看，一季度处在连续的上行之中，其中，1 月份又是增量最大的时期；二季度开始消化库存，其中，5 月份降幅近 10 万吨，6 月份隐形库存仍在下降，但总量明显收窄。

图表 45：乙二醇港口库存降至低位



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 46：乙二醇港口库存季节性变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

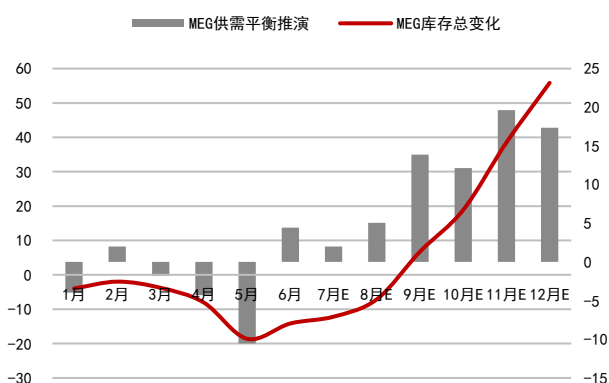
## (三) 下半年乙二醇供需研判

随着规划项目的投放，下半年乙二醇产能规模将继续上行，其中，三季度末产能规模或突破 2000 万吨，四季度末产能或超过 2100 万吨。伴随国内产能规模的不断提升，可以预见的是国内乙二醇产量也将受益而不断上行。

乙二醇产能规模的提升，会加剧国内市场供应的过剩压力，同时，也会加剧乙二醇市场的竞争强度。总的来讲，我们预计下半年乙二醇装置开工率会继续下行，但是乙二醇产量水平还是会继续抬升，我们预计下半年乙二醇总产量环比将提升近 17%。

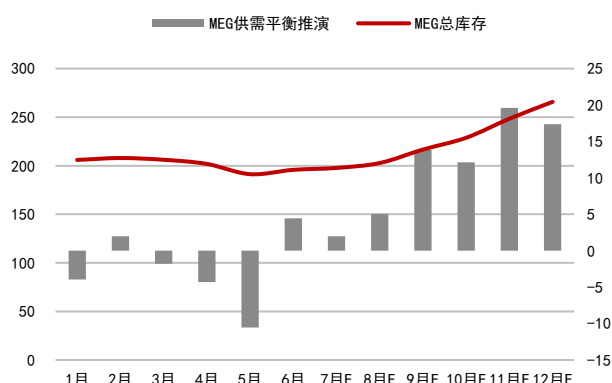
受乙二醇国内供应提升影响，我们认为，下半年乙二醇市场供需的状态要明显的弱于上半年。对应上半年乙二醇连续的去库过程，下半年乙二醇或面临库存加速回补。在总量上看，受益于下半年国内乙二醇产量提升的影响，我们预计全年乙二醇供应的过剩量将突破 50 万吨；在节奏上，上半年乙二醇库存的下降最快在 9 月份附近被回补，10 月份之后乙二醇市场供应的增量将驱动乙二醇库存加速的累积。

图表 47：乙二醇供需缺口推演及库存预期变化



资料来源：CCF 中信期货研究部

图表 48：乙二醇供需缺口推演及库存



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”，全年纺织、服装消费增速预计在 11% 附近，若剔除基数的影响，复合增长率预计接近 1%；低基数下纺织、服装出口的高增长也会伴随基数的提升而边际走弱，我们预计全年纺织、服装出口复合增长率预计下降至 4~5% 之间。

聚酯产量受益于产能基数的扩张而继续上行，全年聚酯总产量预计上升至 5840 万吨，较 2020 年同比增长近 11%，复合增长率预计在 8% 附近。总的来讲，虽然下半年聚酯增速边际虽然在逐渐走弱，但全年依然能维持较高的增长速度。

低基数带来的出口的高增速也会伴随基数的恢复而逐渐下修，我们预计聚酯

总出口量在 780~790 万吨之间，同比增速预计在 18%，较当前增速预计下降 12 个百分点。聚酯出口在总产量中所占比重将下降至 13.5%附近，比近五年均值下降 1.5 个百分点，出口占比的下降，反应国内市场更大的消化能力。

低加工费是上半年的主要特征，降低了国内生产的积极性，抑制了产量的释放。出口的扩张，也缓解了国内市场供应的过剩压力并推动国内 PTA 库存的下降。近期加工费较上半年低点有所提升，但是也仍然处在比较的水平，从影响来看，我们认为，低加工费对产量的抑制仍然存在，不过强度上，也不必 3 月份以及 4 月份更大。下半年 PTA 总体看库存的回补，需要提到的是，下半年供需推演也显示下半年仍然面临供需错配。

乙二醇供给总量稳定，需求明显扩张，库存在连续下降。依据平衡表及推演，上半年乙二醇供给缺口近 15 万吨。

下半年国内乙二醇产能规模的提升，将加剧国内供应过剩压力，预计乙二醇开工率的下行及产量水平的上行并存。总量上，全年乙二醇供给过剩量突破 50 万吨；节奏上，上半年乙二醇供给的缺口最快在 9 月份被回补，四季度乙二醇供应的增量将驱动乙二醇库存加速的累积。

交易策略上：短期看好 PTA，主要基数：低加工费减弱价格下行预期、PTA 产量扩张受低加工费抑制、现货流通性收紧以及期货仓单注销下加大价格弹性。中期看好短纤，短纤基本面相对稳健，价格与产销的联动性高，关注下游原料库存消化后的备货行情；MEG 受产能投放影响，下半年库存预计连续回补，相对看弱 MEG 价格。品种对冲上，建议关注乙二醇生产利润下降的交易机会；短纤加工费低位扩张的交易机会。

## 五、风险提示

- （一）终端纺织、服装需求不及预期；
- （二）PX 价格下行风险、PTA 库存累积超预期风险；
- （三）乙二醇供给扩张不及预期风险。

## 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，且不担保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>