

PTA 存去库预期，MEG 宽平衡

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

PTA 去库预期下，推荐逢低做多及期货正套交易方向。乙二醇供给调整或不及预期，二季度持宽平衡的判断，建议关注乙二醇价格和生产利润的修复机会；短纤价格跟随原料在波动，加工费创近六个月新低，建议短纤价格的低多机会以及加工费的走阔机会。

摘要：

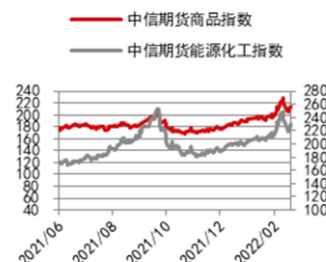
观点：

PTA、乙二醇和短纤利润的压缩，一方面受到原油和石脑油价格强劲的反弹的影响；另一方面也受制于终端偏弱的需求。国内纺织、服装需求扩张受消费能力以及疫情影响，仍然延续弱复苏的状态；纺织、服装出口名义增速高，但价格因素的贡献已经上升到 20%附近，剔除价格因素后的实际出口增速将显著低于名义出口增速。

低加工费已经抑制 PTA 的供应；而 PTA 出口的扩张，以及聚酯产量抬升，使得一季度 PTA 供给的过剩量创近五年同期最低水平。乙二醇供给的调整或不及预期，乙二醇二季度产量均值近 120 万吨，这意味着乙二醇二季度仍难看到显著的供需缺口以及库存的去化。

交易策略：基于后市 PTA 的去库预期，维持逢低做多的机会，同时，也建议关注 PTA 期货合约的正套交易机会；乙二醇供给调整或不及预期，总体持宽平衡的判断，但是一季度乙二醇供给过剩及大幅累库的状态在二季度将有明显的改善，操作上建议逢低做多，关注乙二醇价格和生产利润修复的机会；短纤价格跟随原料在波动，加工费创近六个月新低，操作上建议短纤价格的低多机会以及加工费的走阔机会。

风险因素：(一) 疫情的不确定性风险；(二) 终端需求不及预期风险；(三) 乙二醇供给超预期风险、PTA 供给调整不及预期风险。



化工组研究团队

研究员：
胡佳鹏
021-80401741
hujiapeng@citicsf.com
从业资格号：F3039655
投资咨询号：Z0013196

黄谦
021-80401738
huangqian@citicsf.com
从业资格号：F3063512
投资咨询号：Z0014611

杨家明
021-80401704
yangjiaming@citicsf.com
从业资格号：F3046931
投资咨询号：Z0015448

目 录

摘要:	1
一、一季度价格全线反弹，但利润在不断走低	4
（一）一季度产业链全线反弹	4
（二）产业链中下游利润承压	5
二、供给冲击风险，推升原油、石脑油价格	5
（一）原油：价格处在高位，波动率大幅扩张	5
（二）石脑油：供应偏紧，但经济性减弱	6
三、终端需求偏弱，压制聚酯产销	7
（一）国内纺织、服装需求仍然偏弱	7
（二）纺织、服装出口名义增速高，但价格贡献在提升	8
（三）织造弱订单，聚酯弱产销	9
四、PTA 供给不及预期，乙二醇趋于宽平衡	11
（一）PTA 低加工费抑制供应	11
（二）石油路线亏损加深，但供应调整相对缓慢	13
五、结论与建议	15
六、风险提示	16
免责声明	17

图目录

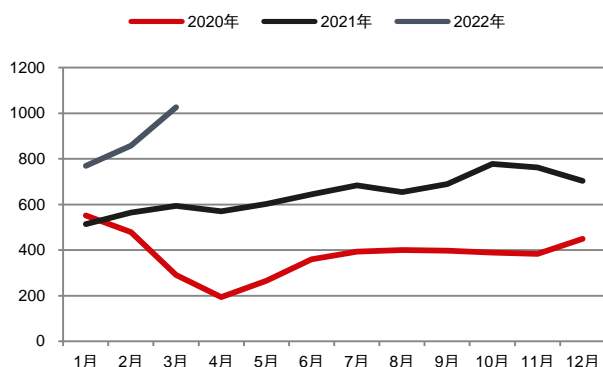
图表 1: 石脑油年初以来累计涨幅超过四成.....	4
图表 2: PX 年初以来累计涨幅超过四成.....	4
图表 3: PTA 现货价格创疫情以来新高.....	4
图表 4: 乙二醇现货价格表现不佳.....	4
图表 5: PTA 现货加工费创 2015 年以来新低.....	5
图表 6: 石油路线乙二醇现金流大幅偏离历史波动区间.....	5
图表 7: 布伦特原油期货及月间价差表现.....	6
图表 8: 布伦特原油期货隐含波动率跃升.....	6
图表 9: 石脑油跟随原油价格波动.....	6
图表 10: 2 月下旬以来石脑油生产利润巨幅波动.....	6
图表 11: 石脑油亚洲和欧洲市场价差.....	7
图表 12: 亚洲石脑油流入规模.....	7
图表 13: 石脑油月间价差走势.....	7
图表 14: LPG 经济性已高于石脑油.....	7
图表 15: 纺织、服装国内零售额同比增速.....	8
图表 16: 国内消费品增速及限额以上复合增速.....	8
图表 17: 历年纺织品出口及同比增速.....	9
图表 18: 历年服装及衣着附件出口及同比增速.....	9
图表 19: 纺织原料及制品出口中的价格因子变化.....	9
图表 20: 价格因子调整后纺织原料及制品出口增速.....	9
图表 21: 盛泽喷水开机率变化和对比.....	10
图表 22: 海宁经编开机率变化和对比.....	10
图表 23: 聚酯开工率不断提升.....	10
图表 24: 聚酯库存上升至偏高水平.....	10
图表 25: PTA 产量及对比.....	12
图表 26: 停检装置增多, 拉低 PTA 开工率.....	12
图表 27: 聚酯产量及对比.....	12
图表 28: PTA 需求量及对比.....	12
图表 29: PTA 出口量与出口盈利高度关联.....	13
图表 30: PTA 出口量及预估出口量.....	13
图表 31: 乙二醇产量及对比.....	14
图表 32: 煤制乙二醇产量及产量占比.....	14
图表 33: 乙二醇综合开工率及对比.....	15
图表 34: 煤制乙二醇开工率及对比.....	15

一、一季度价格全线反弹，但利润在不断走低

(一) 一季度产业链全线反弹

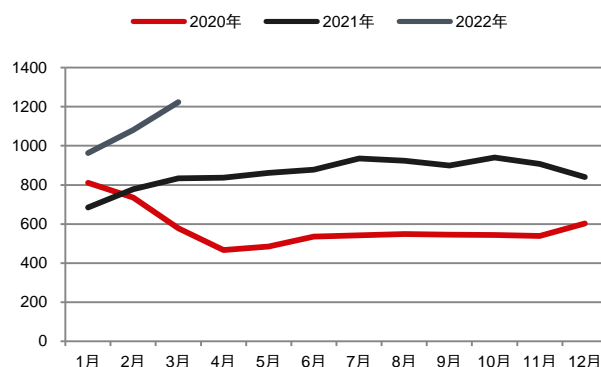
一季度聚酯产业链上下游产品价格全线反弹。3 月布伦特原油期货均价近 111 美元/桶，年初以来涨幅近 48%，3 月均价已经较疫情前高 70%。石脑油价格年初以来累计涨幅近 46%，3 月均价较疫情前高出近 80%。PX 价格受益大幅上行，3 月均价近 1220 美元/吨，年初以来累计涨幅近 46%，3 月均价较疫情前高出近 50%。

图表 1：石脑油年初以来累计涨幅超过四成



资料来源：Wind 中信期货研究所

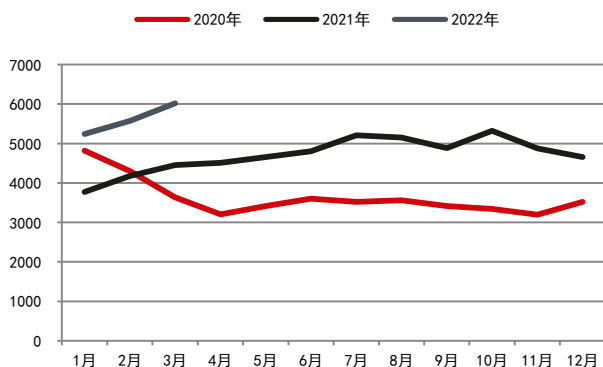
图表 2：PX 年初以来累计涨幅超过四成



资料来源：Wind 中信期货研究所

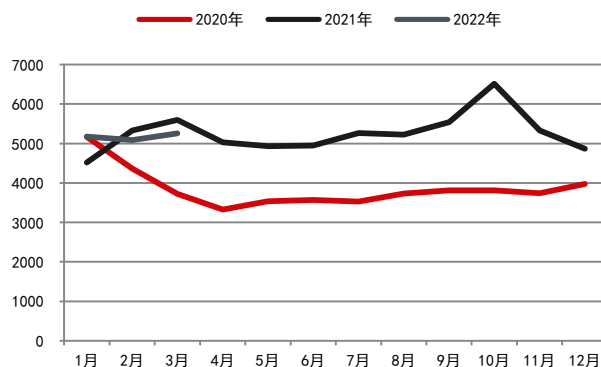
3 月 PTA 现货均价近 6000 元/吨，现货价格创 2020 年疫情以来的新高，价格对比看，已经较疫情之前高出近 25%。同期短纤现货均价近 7900 元/吨，略低于去年 10 月价格，不过也已经比疫情之前高出近 15%。乙二醇价格表现无疑是最弱的，3 月乙二醇现货均价近 5255 元/吨，比以前支出高 3%，不过跟去年 10 月价格高点相比则下跌了近 20%。

图表 3：PTA 现货价格创疫情以来新高



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：乙二醇现货价格表现不佳

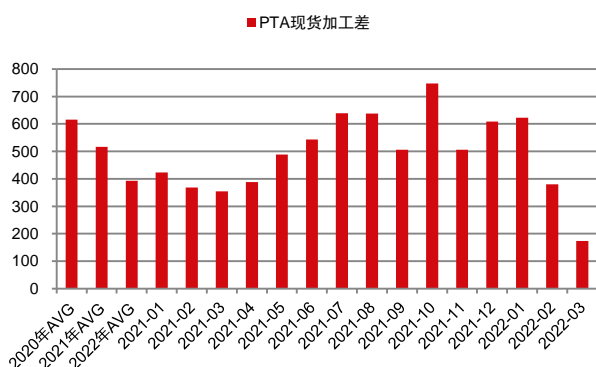


资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 产业链中下游利润承压

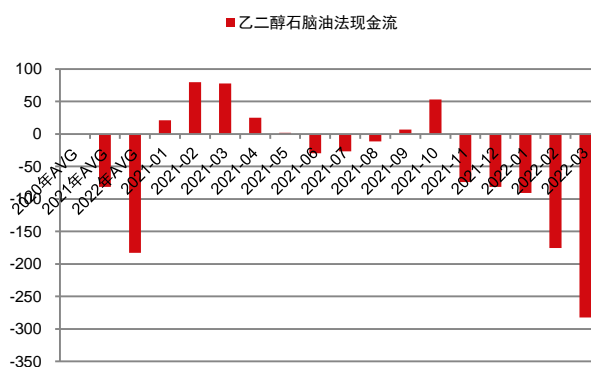
伴随原油价格的反弹，PTA 加工费被不断的挤压，到 3 月上旬 PTA 加工费一度转向负值。从月度统计来看，3 月以来 PTA 平均加工费近 170 元/吨，远低于去年全年近 500 元/吨的平均加工费，甚至要低于去年 3 月份加工费的低点。油制乙二醇在高油价的影响下，3 月油制乙二醇现金流均值下降到-280 美元/吨，创近十年以来新低。相似的是，短纤的现货也受到原料成本上行的冲击，3 月短纤现金流均值近 98 元/吨，这也是近六个月的最低水平，也显著偏离于去年 335 元/吨的全年均值。

图表 5：PTA 现货加工费创 2015 年以来新低



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6：石油路线乙二醇现金流大幅偏离历史波动区间



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、供给冲击风险，推升原油、石脑油价格

(一) 原油：价格处在高位，波动率大幅扩张

一季度国际市场原油价格表现抢眼，其中，布伦特原油期货价格由 80 美元/桶最高上行至 139 美元/桶。从原油价格上行过程来看，1 月至 2 月中旬布伦特原油期货价格是连续、缓慢爬升的过程，2 月下旬受地缘政治因素刺激布伦特原油期货急剧走高，这一过程也伴随着布伦特原油期货隐含波动率的快速扩张，其中，3 月初布伦特原油期货隐含波动最高上升至 63.5% 附近，从近期表现看，布伦特原油期货隐含波动率虽然有一定程度的回落，但横向比较看，仍然处在偏高的水平。

图表 7：布伦特原油期货及月间价差表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：布伦特原油期货隐含波动率跃升



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 石脑油：供应偏紧，但经济性减弱

一季度石脑油跟随原油强劲反弹，其中，年初石脑油 CFR 日本价格近 740 美元/吨，3 月上旬最高上行至 1165 美元/吨，期间累积涨幅超过 420 美元/吨，涨幅近 58%。3 月中旬石脑油价格快速回落，近 7 个交易日累积降幅高达 216 美元/吨，高点回撤近 20%。相对表现看，石脑油生产利润由 2021 年的 86 美元/吨，一季度均值进一步走阔至 130 美元/吨，其中，3 月份高点近 290 美元/吨，月内均值近 170 美元/吨。

图表 9：石脑油跟随原油价格波动



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 10：2 月下旬以来石脑油生产利润巨幅波动



资料来源：Wind 中信期货研究所

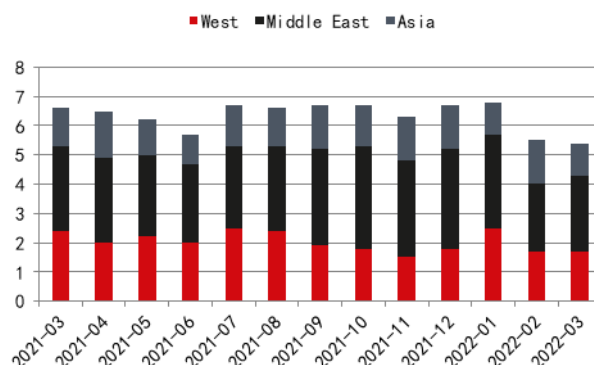
一季度石脑油供应总体是偏紧，路透石油评估数据显示，3 月份流入亚洲的石脑油近 540~550 万吨，也是 2020 年 10 月份以来的最低水平。从减量来源看，东西向套利船货的减少、中东出口量的下降是主要的原因，其中，受石脑油亚洲和欧洲市场价格走低影响，石脑油东西向套利船货降至 170 万吨，远低于去年 206 万吨的月均水平；与此同时，3 月份科威特和阿联酋石脑油出口量的降低也直接导致亚洲市场来自中东的进口量降至 260 万吨附近，低于去年 300 万吨的月均水平。

图表 11: 石脑油亚洲和欧洲市场价差



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 12: 亚洲石脑油流入规模



资料来源: Wind 中信期货研究所

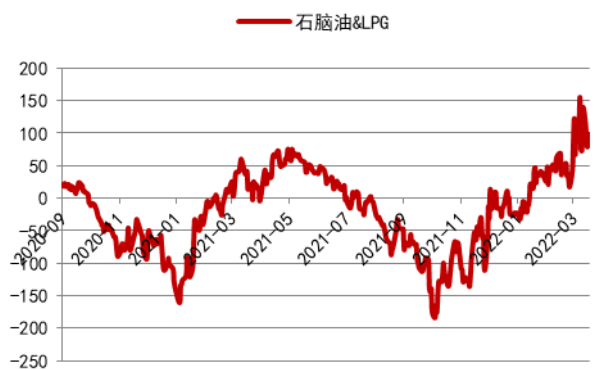
2 月下旬突发的地缘紧张局势,也加大了短期供给的冲击风险,带来了石脑油价格的异常波动。从市场表现看,2 月底石脑油 M1/M2 价差扩张至 50 美元/吨附近,这也是 2020 年以来的最高水平。3 月份石脑油 M1/M2 价差高位快速回落,近期石脑油 M1/M2 极端价差有所修复,但石脑油 M1/M2 价差仍然是 2020 年 9 月份以来的偏高水平。石脑油偏强的价格,使得下游生产的经济性大幅削弱,与此同时,作为裂解的竞争性原料的 LPG,相较于石脑油已经具备较高的优势,这可能带来潜在的对石脑油的部分替代。

图表 13: 石脑油月间价差走势



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 14: LPG 经济性已高于石脑油



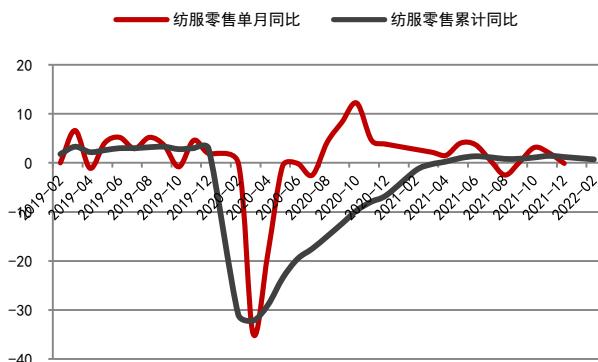
资料来源: Wind 中信期货研究所

三、终端需求偏弱, 压制聚酯产销

(一) 国内纺织、服装需求仍然偏弱

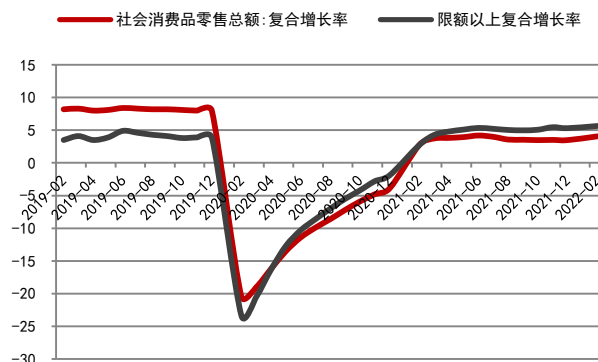
2021 年国内纺织、服装零售总额近 13842.5 亿元,同比增长 12.7%,剔除基数影响后,两年复合增长率近 1.2%;2022 年国内纺织、服装还是延续弱复苏的状态,统计数据看,今年 1~2 月国内纺织、服装零售总额近 2382 亿元,同比增长 4.8%,剔除基数影响后,三年复合增长率降至 0.7%。

图表 15: 纺织、服装国内零售额同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 16: 国内消费品增速及限额以上复合增速



资料来源: Wind 中信期货研究所

从市场观察来看, 2021 年社会消费品零售总额近 440,832 亿元, 同比增长 12.5%, 剔除基数影响后, 两年复合增长率近 3.5%, 增速较纺织、服装高出 2.3 个百分点; 类似的是, 今年 1~2 月社会消费品零售总额近 74,246 亿元, 同比增长 6.7%, 剔除基数影响后, 三年复合增长率近 4.1%, 增速也显著高于纺织、服装领域。

纺织、服装作为可选的消费品, 增速远低于生活必需品的增速, 根源上还是由于消费能力的缺乏。数据来看, 在疫情之前居民可支配收入增速近 8%, 虽然 2021 年居民可支配收入同比增长了 8.2%, 但是这是建立在 2020 年相对较低的基数之上的, 若剔除基数的影响, 居民可支配收入的两年复合增长仅 5.8%, 这要比疫情之前低近 2 个百分点。

此外, 疫情频发也对消费产生了明显的抑制。2021 年 8 月社会消费品零售额增速环比下降近 2 个百分点, 拖累 1~8 月零售总额增速下降近 0.5 个百分点, 这一时期除部分地区暴雨天气对需求的影响之外, 疫情的扩散也是重要的原因, 从新增病例统计看, 国内新增病例单月增加近 1890 例; 2021 年 12 月新增病例近 3490 例, 这一时期社会消费品零售额同比下降了近 0.6 个百分点。

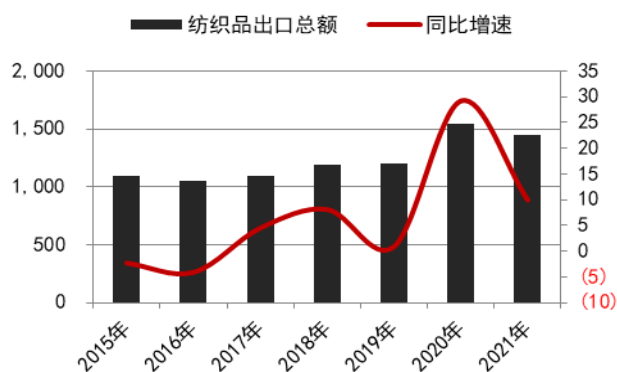
(二) 纺织、服装出口名义增速高, 但价格贡献在提升

2021 年纺织品出口边际放缓, 但绝对值仍维持偏高水平。2020 年纺织品出口是受益于疫情, 全年纺织品出口总额近 1538 亿美元, 较疫情前增长近 30%。相较于 2020 年纺织品出口的急剧扩张, 2021 年纺织品出口有所放缓, 但仍远高于疫情之前水平, 若以 2019 年为基准, 那么 2021 年纺织品出口的复合增长率也有 10%。1~2 月纺织品出口总额近 247 亿美元, 同比增长 11.9%, 若以 2019 年为基准, 纺织品出口的三年复合增长率近 12.5%, 这一增速与去年同期基本持平。

与纺织品出口不同, 2020 年服装等出口是明显受损的。从统计来看, 2020 年服装及衣着附件出口总额近 1370 亿美元, 同比下降了 6.4%; 2021 年伴随国外市场需求的扩张, 国内服装及衣着附件出口总额上升至 1700 亿元, 这也是 2016

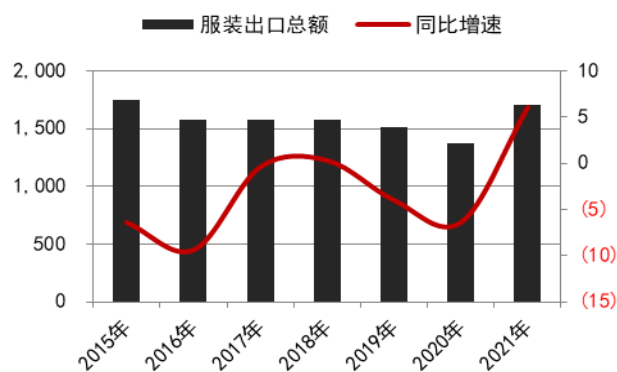
年以来的最高水平。今年 1~2 月服装及衣着附件出口总额近 254 亿美元，同比增长 6.1%，若以 2019 年为基准，服装及衣着附件出口的三年复合增长率近 7%，增速仅比去年同期下降 0.6 个百分点。

图表 17：历年纺织品出口及同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：历年服装及衣着附件出口及同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

从出口的“量”和“价”拆分来看，价格的上升也是出口增速好于预期的重要原因。从纺织原料和制品出口价格指数看，自 2021 年 7 月以来价格因素在出口中的贡献是在逐渐上升的，到今年 1~2 月价格因素对于纺织原料和制品出口的贡献已经上升到 20%附近，剔除价格因素后的实际出口增速已经显著的低于名义出口增速。

图表 19：纺织原料及制品出口中的价格因子变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20：价格因子调整后纺织原料及制品出口增速



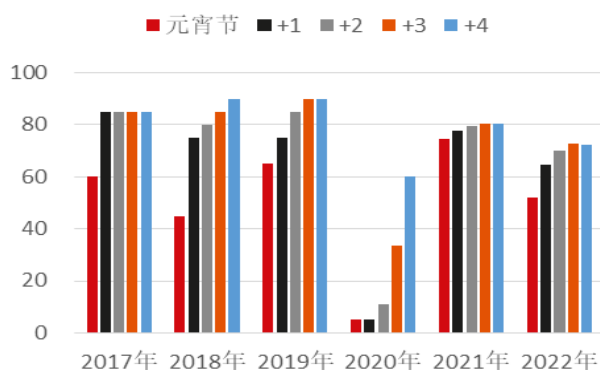
资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 织造弱订单，聚酯弱产销

织造生产有较强的季节性，尤其是一季度。通常来讲，受农历春节假期影响，下游织造春节前会逐步收缩供应，春节假期之后会逐渐的恢复。从今年实际变化看，下游织造在 1 月底至 2 月初生产便基本处在停滞的状态；下游生产的恢复在春节假期之后也引来的复产的过程。

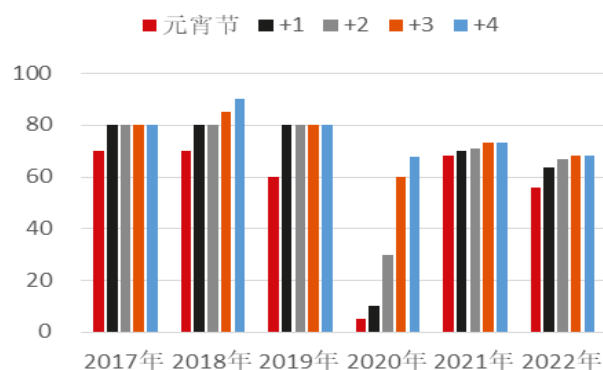
从复产的实际情况看，显然是受到了疫情和弱需求的直接影响，导致的结果是下游织造生产的恢复速度要显著的慢于往年同期。从重点区域生产跟踪看，元宵节后的第二周开机率较往年同期开机率的中位数至少低了 10 个百分点，到 3 月中旬，这种差异不仅没有被回补，反而出现了进一步的扩大。

图表 21：盛泽喷水开机率变化 and 对比



资料来源：隆众石化 中信期货研究所

图表 22：海宁经编开机率变化 and 对比



资料来源：隆众石化 中信期货研究所

不同于织造生产的变化，聚酯生产的调整是不及预期的。今年春节前聚酯开工率近 83%，开工率较近五年中位数高出近 6 个百分点；春节后聚酯开工率出现了较大的提升，到 3 月中旬，聚酯开工率已上升至 93% 附近，这一开工率水平要比近五年中位数高出 2.5 个百分点。

织造和聚酯生产的差异，助推了聚酯库存的更快累积。数据统计来看，聚酯综合库存上升至 28 天附近，综合库存仅次于 2020 年疫情爆发初期水平。高位的库存也加大了聚酯向下游转嫁成本压力的难度，到 3 月初聚酯综合现金流转向负值。

图表 23：聚酯开工率不断提升



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表 24：聚酯库存上升至偏高水平



资料来源：CCF 中信期货研究所

四、PTA 供给不及预期，乙二醇趋于宽平衡

(一) PTA 低加工费抑制供应

一季度 PTA 加工费在不断下降。年初 PTA 加工费近 600 元/吨，伴随原油价格的反弹，尤其是 2 月下旬的强势拉升，PTA 加工费被不断的挤压，到 3 月上旬 PTA 加工费一度转向负值。从月度统计来看，3 月以来 PTA 平均加工费近 170 元/吨，远低于去年全年近 500 元/吨的平均加工费，甚至要低于去年 3 月份加工费的低点。

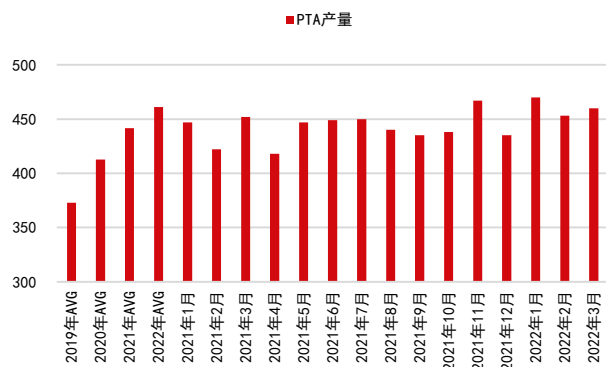
成本的上行也加大了 PTA 加工费的下降压力。3 月以来 PX 平均价格近 1220 美元/吨，比 1 月均价高出近 260 美元/吨，比去年 3 月均价高出近 390 美元/吨；受 PX 价格重心上行影响，PTA 直接原料成本要比 1 月高出近 1230 元/吨，比去年 3 月高出近 1750 元/吨。

虽然国内 PTA 产能仍处在投放的周期，但是低加工费的环境使得实际供应持续低于市场的预期。从产能规划看，2022 年规划投产项目有逸盛新材料的二期、威联化学、恒力石化惠州以及桐昆嘉通石化等。从规划产能投放节奏看，上半年仅逸盛新材料二期的投放，其余项目的投放多在四季度前后。

伴随逸盛新材料二期的投产，国内 PTA 名义产能规模提升至 6923 万吨，不过需要注意的是，PTA 产能的扩张也伴随着老旧装置的淘汰，至今处在连续停车状态的 PTA 装置共有 10 套，共涉及产能近 770 万吨；剔除连续停车的 PTA 装置产能之后，国内 PTA 有效产能规模只有 6159 万吨，约占国内 PTA 名义总产能的规模九成左右。

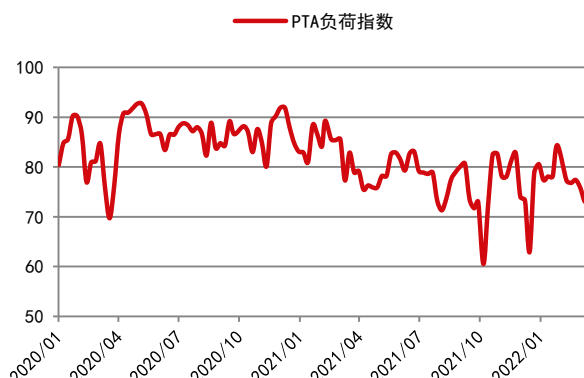
进一步来看，当前 PTA 有效产能的实际利用率也不高。从装置实际运行情况看，PTA 新装置负荷提升本身也是渐进的过程，具体来看，逸盛新材料二期 1 月底投料试车，初期基本维持低负荷运行，知道 2 月下旬才提升至 8 成附近，到 3 月初该装置才满负荷运行。除此之外，存量装置当中，3 月 PTA 装置停检规模有明显的扩张，装置统计来看，除连续停车的 PTA 装置之外，3 月新增停检 PTA 装置涉及产能规模接近 1300 万吨，包括 3 月中旬虹港石化 150 万吨/年、扬子石化 60 万吨/年、恒力石化 4#250 万吨/年及独山能源 250 万吨/年 PTA 装置等。从检修对产量的影响看，一季度 PTA 平均产量近 460 万吨，与去年产量均值相比增加近 20 万吨，同比增长 4.4%，增速比去年降低近 2.6 个百分点。

图表 25: PTA 产量及对比



资料来源: CCF 中信期货研究所

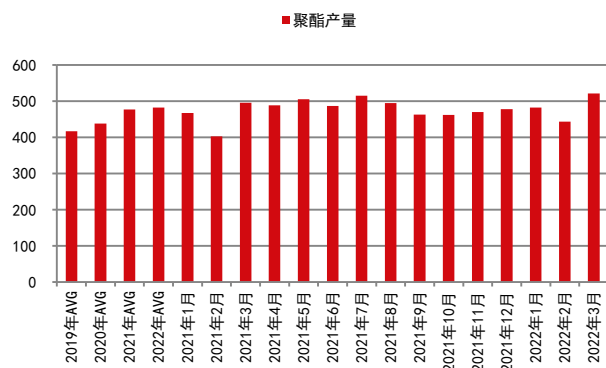
图表 26: 停检装置增多, 拉低 PTA 开工率



资料来源: CCF 中信期货研究所

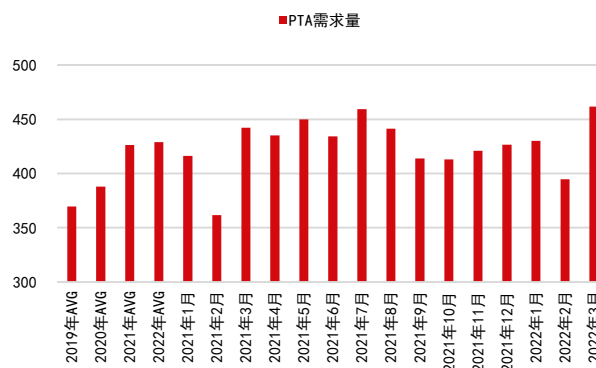
在需求端, 聚酯高开工支撑了 PTA 的刚性需求, 同时, 出口盈利空间的打开也加大了出口的预期。一季度聚酯产量均值近 482 万吨, 去年同期产量均值近 455 万吨, 今年产量要比去年同期产量均值高出近 27 万吨, 同比增长近 6%。按照聚酯与 PTA 之间的物耗估算, 受益于聚酯产量的抬升, 对 PTA 的直接需求量增加近 23 万吨。

图表 27: 聚酯产量及对比



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 28: PTA 需求量及对比



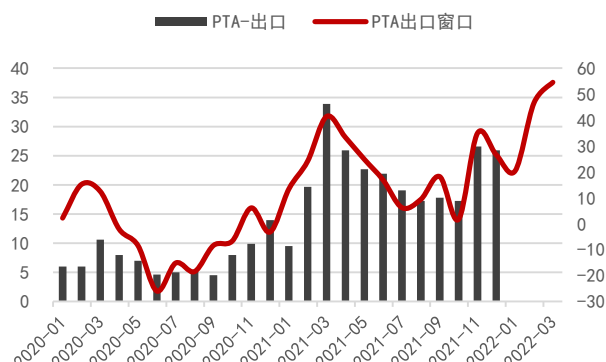
资料来源: CCF 中信期货研究所

出口作为平衡国内供应过剩压力的重要途径。2021 年 PTA 出口出现了显著的扩张, 全年总出口量近 260 万吨, 月均出口量近 21.5 万吨, 这要比前一年均值高出近 14 万吨。从 PTA 出口扩张的动能看, 国内 PTA 供应扩张是大的行业背景, 盈利空间的打开也为出口的扩张提供了较好的市场环境。

从 2021 年 PTA 出口量和出口盈利指标看, 趋势性变化方向基本是一致的, 伴随出口盈利程度的扩张, PTA 出口量也相对更高。从一季度表现看, PTA 国内价格相对是偏低的, 这也带来 PTA 出口盈利的快速提升, 基于 2021 年 PTA 出口量和出口盈利之间的关联性, 市场对 PTA 出口持续有比较高的预期, 根据华瑞信

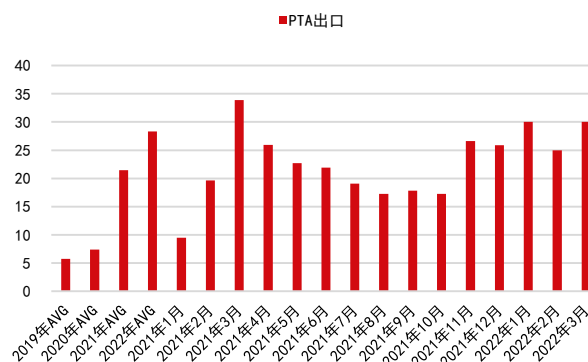
息对 PTA 出口的估算，一季度 PTA 平均出口量或将达到 28 万吨，这也是继 2021 年 PTA 出口急剧扩张后又再引来高速的增长过程。

图表 29: PTA 出口量与出口盈利高度关联



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 30: PTA 出口量及预估出口量



资料来源: Wind 中信期货研究所

PTA 供应持续低于预期, PTA 出口的继续扩张, 以及聚酯产量抬升的综合影响之下, 一季度 PTA 供给的过剩量也是近五年同期最低的。具体来看, 1~2 月 PTA 供给过剩量仅 44 万吨, 而近五年同期供给过剩量的中位数接近 60 万吨; 3 月在 PTA 供给调整及需求扩张影响下, 带动 1~3 月 PTA 供给过剩量快速下降至 13 万吨附近, 近五年同期供给过剩量的中位数在 64 万吨附近。从中隐含的两个方面的信息, 一是春节前后 PTA 库存的累积是不及预期的, 二是春节之后 PTA 库存的消化实际也是超预期的。

(二) 石油路线亏损加深, 但供应调整相对缓慢

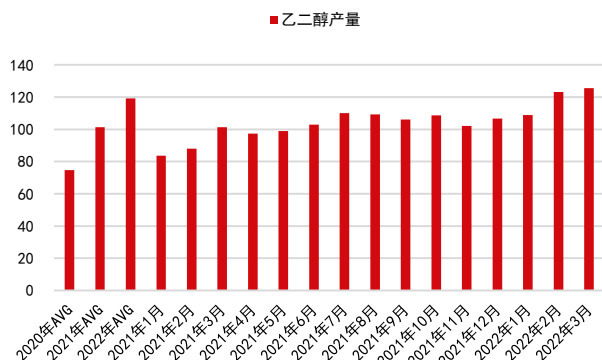
一季度乙二醇产能新增近 140 万吨, 而连续停车超过两年的河南能化新乡煤制乙二醇装置从产能基数中剔除, 剔除后, 国内乙二醇总产能规模近 2189.5 万吨, 其中, 煤制乙二醇装置产能近 795 万吨, 占国内乙二醇总产能规模的 36.3%。

从装置运行情况看, 持续停车的乙二醇装置共有 9 套, 涉及产能规模近 167 万吨, 当中, 8 套是煤制项目, 上述项目涉及乙二醇产能规模近 157 万吨。

进一步来看, 年初以来部分乙二醇装置陆续有停检的动作, 不过从边际变化看, 2 月以来停检装置的产能规模在明显的收缩, 统计来看, 1 月新增停检装置涉及产能规模近 390 万吨, 2 月和 3 月停检规模分别减少至 164 万吨和 183 万吨。

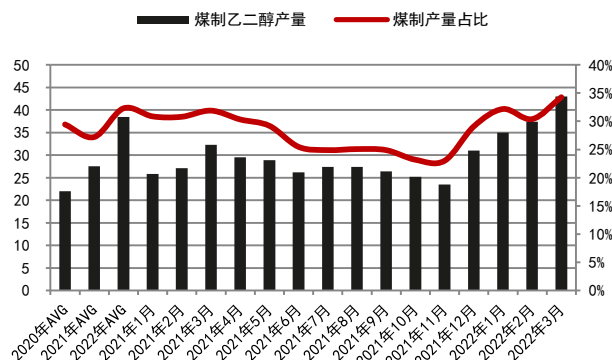
产量来看, 受益于产能基数的抬升以及乙二醇开工率的上行, 乙二醇国内产出水平在快速上升, 根据内部的估算, 2~3 月乙二醇国内产量均值接近 124 万吨, 这要比去年均值高出近 20 万吨。在乙二醇产量构成方面, 2~3 月煤制乙二醇产量均值提升至近 40 万吨, 这要比去年均值高出近 12 万吨, 相应的煤制乙二醇产量在国内产量中的占比也提升至 32%附近。

图表 31: 乙二醇产量及对比



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 32: 煤制乙二醇产量及产量占比



资料来源: CCF 中信期货研究所

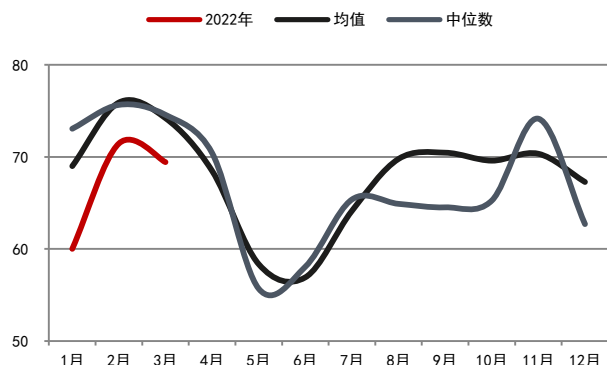
乙二醇进口方面, 2021 年国内乙二醇月均进口量仅 69 万吨。偏低的进口量叠加国内乙二醇产量的扩张, 使得乙二醇对外依存度快速下降至 41%附近, 这要比前一年下降近 13 个百分点。2022 年一季度看, 1 月乙二醇进口偏多, 2 月之后进口有明显的缩减, 这使得一季度乙二醇月均进口量再次回落至去年均值附近, 这也使得乙二醇对外依存度在进一步的下降。

在需求端, 聚酯高开工支撑了乙二醇的刚性需求。一季度聚酯产量均值近 482 万吨, 去年同期产量均值近 455 万吨, 今年产量要比去年同期产量均值高出近 27 万吨, 同比增长近 6%。按照聚酯与乙二醇之间的物耗估算, 受益于聚酯产量的抬升, 对乙二醇的直接需求量增加近 9 万吨。

从乙二醇供给和需求的扩张来看, 供给的扩张速度要高于需求的扩张, 这也使得一季度乙二醇供给过剩总量达到 45 万吨, 这与去年一季度同期总体去库近 10 万吨有明显的差别, 不过仍好于 2019 年同期接近 60 万吨的库存增量。

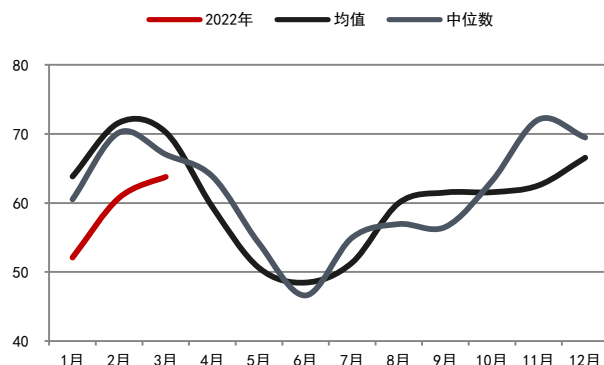
从近三年乙二醇供给看, 在经历一季度库存的累积之后, 二季度供应多引来明显的调整, 量的对比来看, 4~6 月乙二醇综合率较一季度均值分别下降 6%、12% 以及 13%, 从减量来源看, 煤制乙二醇供应的调整无疑是最多的, 统计来看, 期间煤制乙二醇开工率下降的贡献分别占 84%、66%以及 65%, 这也反应了煤制乙二醇在近三年乙二醇供给的调整中扮演了核心的角色。

图表 33: 乙二醇综合开工率及对比



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 34: 煤制乙二醇开工率及对比



资料来源: Wind 中信期货研究所

我们认为,短期煤制乙二醇供给的调整预期是不高的,二季度煤制供应恐难以呈现过去几年出现的生产的集中收缩,一个直接原因在于,目前大的市场环境是“油强煤弱”,在高油价的条件下,煤制乙二醇生产的经济性要好于石油路线。

油制乙二醇在高油价的影响下,生产的现金流创近十年以来的新低,具体来看,2010~2018 年油制乙二醇现金流均值接近 190 美元/吨;2019~2021 年油制乙二醇现金流是低位波动的状态,现金流的波动区间在(-80, 80)美元/吨之间。今年油制乙二醇现金流是大幅偏离于历史波动区间,在原油以及石脑油价格走高的影响之下,3 月油制乙二醇现金流均值下降到-280 美元/吨。

石油路线乙二醇生产的回报的降低,这也使得石油路线乙二醇的生产是在递减的。3 月石油路线乙二醇开工率环比下降到了 72%附近,较近三年同期水平低 3.5 个百分点,同时,也比近三年同期开工率的中位数低了近 7 个百分点。按照当前石油路线开工率的偏离程度推算,二季度石油路线乙二醇产量仍将在 80 万吨附近,这意味着二季度乙二醇产量均值或仍将维持在 120 万吨附近。在这样的乙二醇供给预期之上,也意味着二季度乙二醇会呈现宽平衡的状态,一季度累积的库存也比较难看到显著的去化。

五、结论与建议

PTA 加工费被不断挤压,石油路线乙二醇的现金流大幅偏离波动区间,短纤现货现金流也创近六个月新低。PTA、乙二醇和短纤利润的压缩,一方面受到原油和石脑油价格强劲的反弹的影响,从市场看,供给冲击风险推升原油价格以及波动率,3 月初布伦特原油期货隐含波动最高上升至 63.5%附近,近期隐含波动率有所回落,但仍然处在偏高位置;石脑油跟随原油反弹,从基本面看,石脑油供应总体仍偏紧,但是石脑油价格高位,也使得 LPG 的价格优势在提升。

另一方面也受制于终端偏弱的需求,其中,国内纺织、服装需求扩张受消费能力以及疫情影响,仍然延续弱复苏的状态;纺织、服装出口名义增速高,但价

格因素的贡献已经上升到 20%附近，剔除价格因素后的实际出口增速将显著低于名义出口增速。

低加工费已经抑制 PTA 的供应；PTA 出口的扩张，以及聚酯产量抬升的综合影响之下，一季度 PTA 供给的过剩量也是近五年同期最低的。乙二醇供给的调整或不及预期，乙二醇二季度产量均值近 120 万吨，这意味着乙二醇二季度仍难看到显著的供需缺口以及库存的去化。

交易策略上，基于后市 PTA 的去库预期，维持逢低做多的机会，同时，也建议关注 PTA 期货合约的正套交易机会；乙二醇供给调整或不及预期，总体持宽平衡的判断，但是一季度乙二醇供给过剩及大幅累库的状态在二季度将有明显的改善，操作上建议逢低做多，关注乙二醇价格和生产利润修复的机会；短纤价格跟随原料在波动，加工费创近六个月新低，操作上建议短纤价格的低多机会以及加工费的走阔机会。

六、风险提示

- （一）疫情的不确定性风险；
- （二）终端需求不及预期风险；
- （三）乙二醇供给超预期风险、PTA 供给调整不及预期风险。

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>