申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

聚酯产业链估值

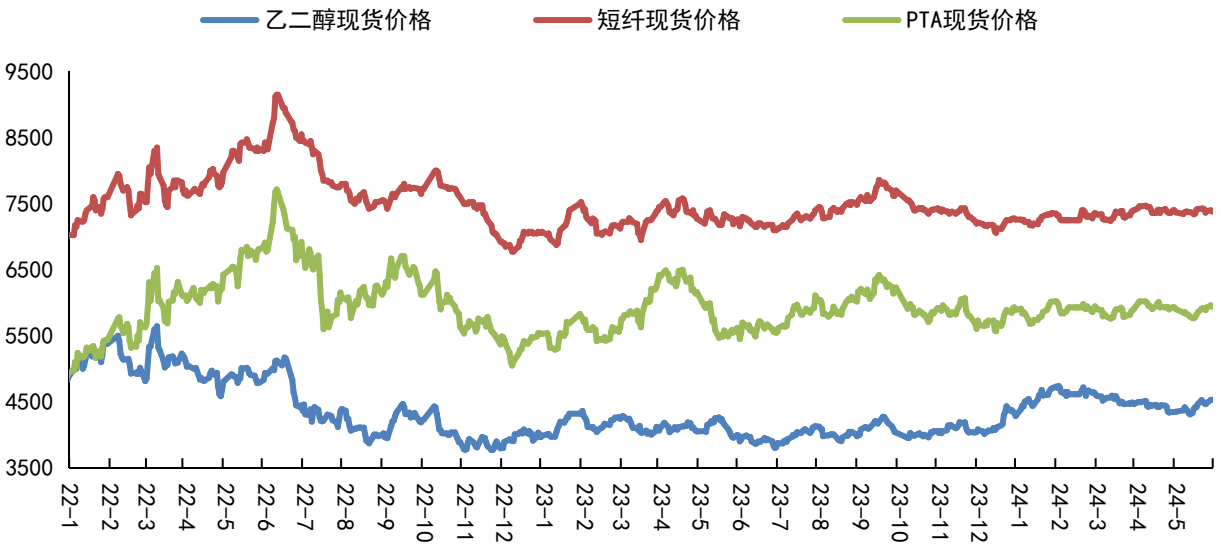
袁玮（F03110455 Z0018521）

2024.6.13

聚酯产业链估值

- **原油端变量：库存**、页岩油半周期成本（55-65美元）、OPEC财政盈亏平衡（60-70美元）、欧美4月CPI，汽柴煤裂解价差
- **石脑油端变量：石脑油裂解价差**
- **PX端变量：**PX新增装置投产、**PX利润**、PX检修计划
- **PTA端变量：**新增产能、**加工费**、聚酯新增产能
- **乙二醇端变量：**新增产能、**加工费**
- **短纤变量：加工费**

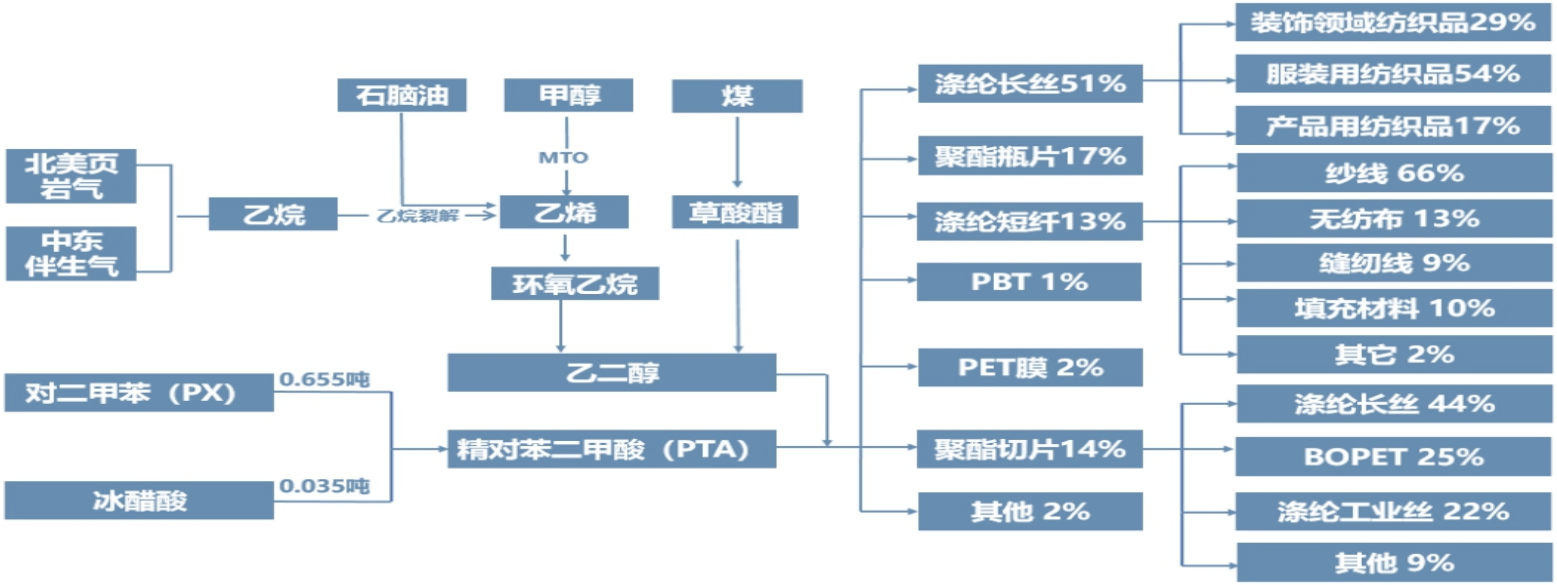
聚酯产业链



■油价偏强、聚酯链条检修较多，季节性旺季，二季度PTA、PF维持震荡向上的趋势。

资料来源： Wind，申万期货研究所

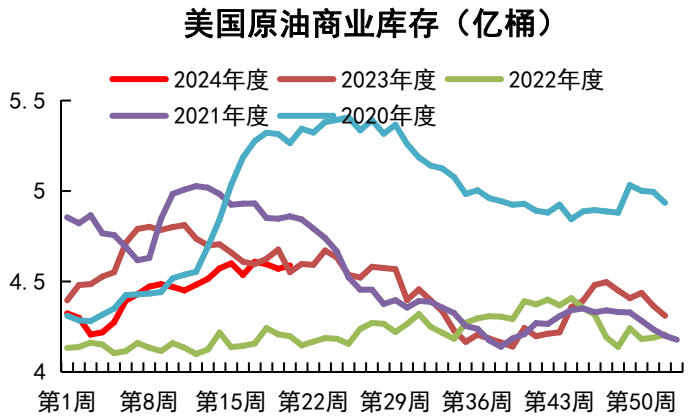
聚酯产业链（原油-石脑油-PX-PTA MEG-短纤、瓶片等）

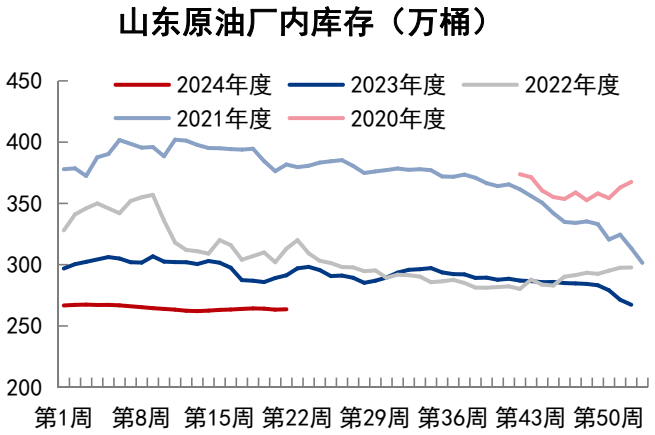


■根据PTA及MEG的价格范围核算短纤运行区间：PTA*0.855+MEG*0.335+加工费

资料来源： Wind，申万期货研究所

原油—地缘、OPEC+减延、夏季去库、反弹

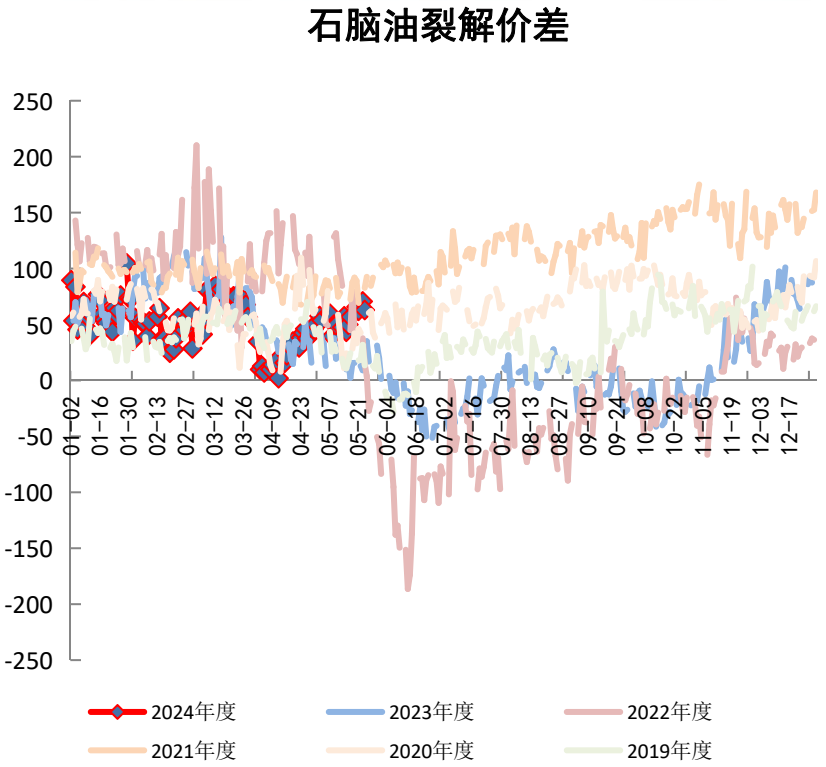




布伦特原油价格波动范围：80-90美元

数据来源： Wind，申万期货研究所

石脑油-高位运行 空间逐步打开



■山东直馏石脑油市场7994元/吨，环比+0.54%，同比+7.35%，加氢石脑油市场8056元/吨，环比-0.24%，同比+6.08%。

■从石脑油裂解价差上来看，近10年来，裂解价差在10美金/吨-200美金/吨之间波动。当前裂解价差处于一个绝对低点43美金/吨，继续向下压缩的空间不大，预计后续将逐步回归到均值80美金上下。

■ 按照我们对原油运行区间的预测80-90美金/桶的区间测算。

■ 二季度石脑油低点计算：

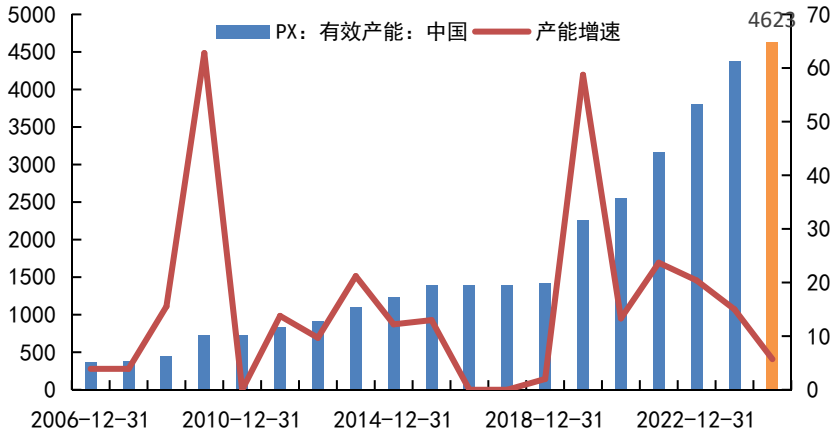
80*7.53+50=652美金/吨

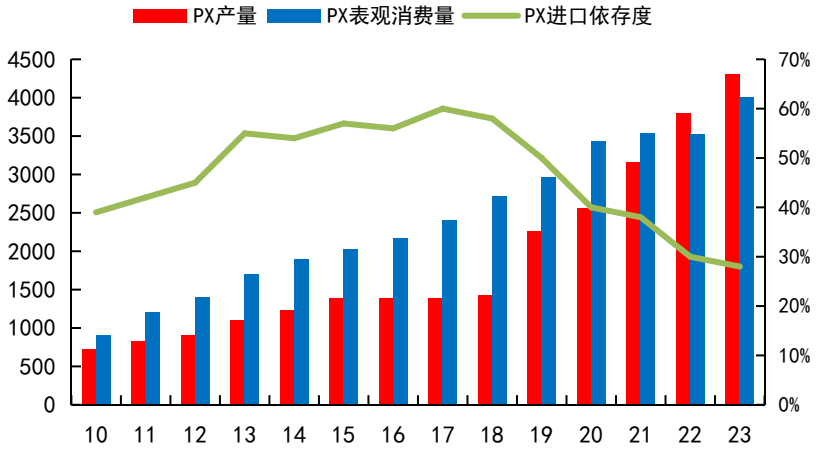
二季度石脑油高点值计算：

90*7.53+100=777美金/吨

资料来源： Wind，申万期货研究所

PX-总体扩张速度可控



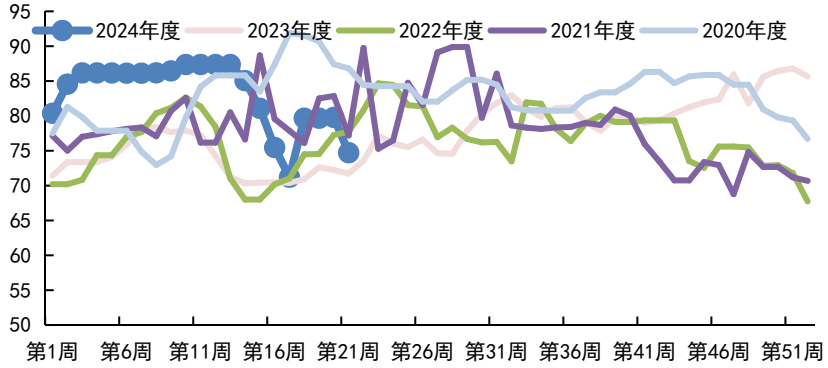


■2024年PX计划300万吨/年新装置投产存在较大不确定性，产能投放步入真空期。综合考虑PX部分装置年度检修、以及炼厂调油旺季期间化工品和油品间开工率调节的影响，预计2024年PX产量增速为8.75%，全年累库幅度约18万吨。其中24Q2和24Q4出现阶段性供需错配的概率更大。

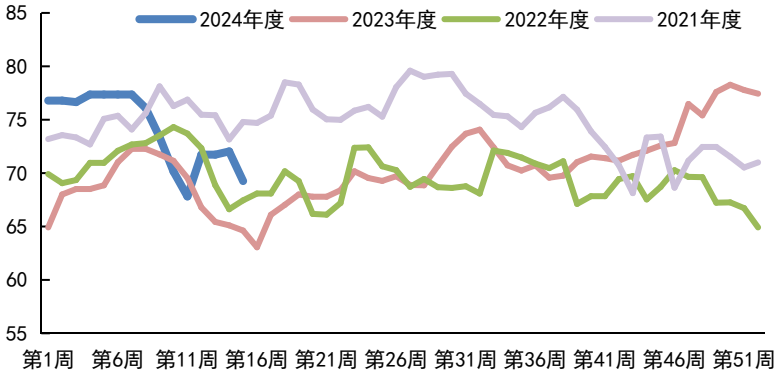
资料来源： Wind，申万期货研究所

PX：成本支撑暂时胜出

PX中国开工率



PX亚洲开工率



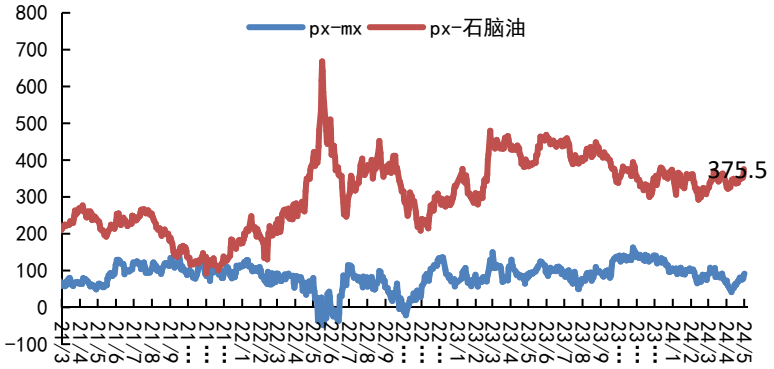
■亚洲PX装置动态，供应端意外检修有增多。浙石化重整问题PX降负预计两周，福化歧化影响PX一条线预计检修4周，富海检修中。

■海外装置方面，韩国SKGC、日本出光继续检修中，印度信实小幅降负。

资料来源： Wind，申万期货研究所

PX上下限估算

PX利润=（PX-石脑油-300）*汇率（人民币元/吨）



■ 因此综合考虑产能投放及明年装置检修的情况来看，PX加工利润被压缩将大概率发生在下半年，上半年暂时无需过分担忧PX产能投放造成PX价格坍塌的问题。

■ 我们认为二季度PX加工利润将维持在562-1000元/吨（75-133美金/吨）的区间，5月份预计在562-800元/吨（150-106美金/吨）区间，到2024年三四季度，预计利润将逐步被压缩，最悲观情况预计加工利润降至500元/吨（70美金/吨）以下。

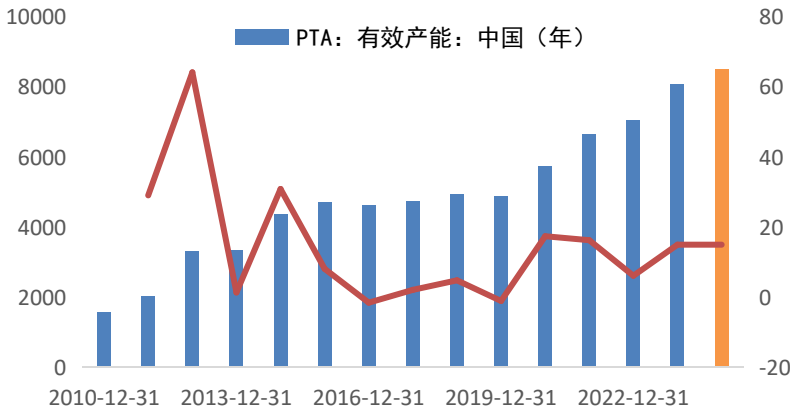
因此对PX价格区间上下限进行核算：

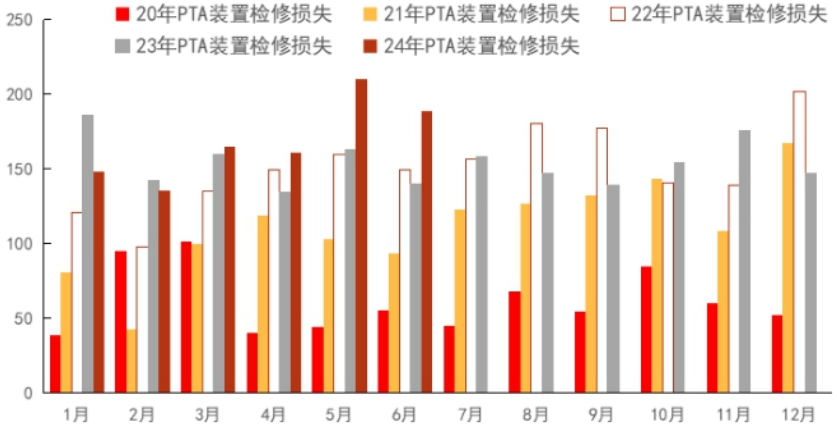
二季度PX价格低点=652+300+75=1027美金/吨

二季度PX价格高点=777+300+133=1210美金/吨

资料来源： Wind，申万期货研究所

PTA：新投产有限，利润好转。





■ 2024年PTA计划700万吨/年新增产能。其中，上半年除两套合计450万吨/年装置计划投产以外，一套220万吨/年的长停装置有重启计划。上半年PTA累库预期偏强，加工费倾向于向中枢下方波动。

■ 下半年PTA可能有阶段性去库，对应PTA加工费或有小幅修复的机会，但这种修复难有较长的持续性。

■步入5月份，嘉兴石化：220万吨装置5.5日检修，5.15日重启。

■虹港石化：240万吨装置5.5日检修，5.17日重启。

■恒力石化：220万吨装置5.5日检修，重启时间待定。

■恒力惠州：250万吨装置5.6日计划外停产，目前已正常运行。

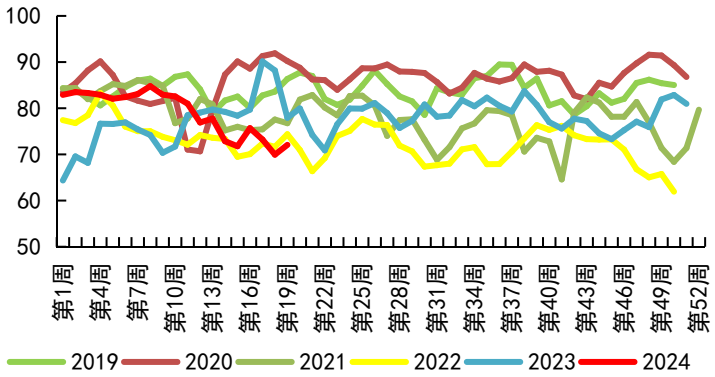
■东营威联：50万吨装置5.6日检修40天，预计持续45天。

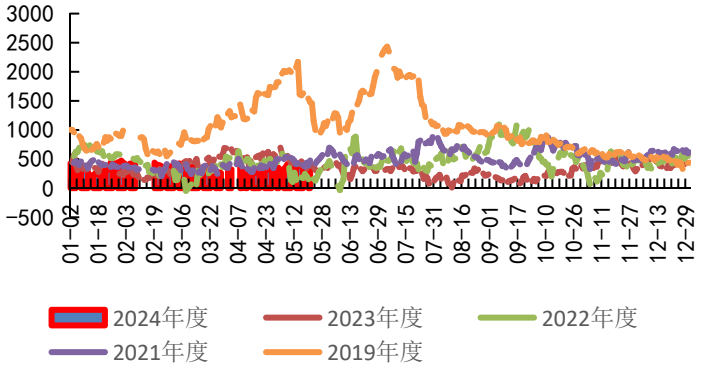
■逸盛新材料：330万吨装置5.16日检修20天左右，原计划5月底开始检修。

■福海创：450万吨PTA装置负荷降至7成，主因是其配套部分PX装置可能检修。

资料来源： Wind，申万期货研究所

PTA：开工率持续下滑、加工费中性水平





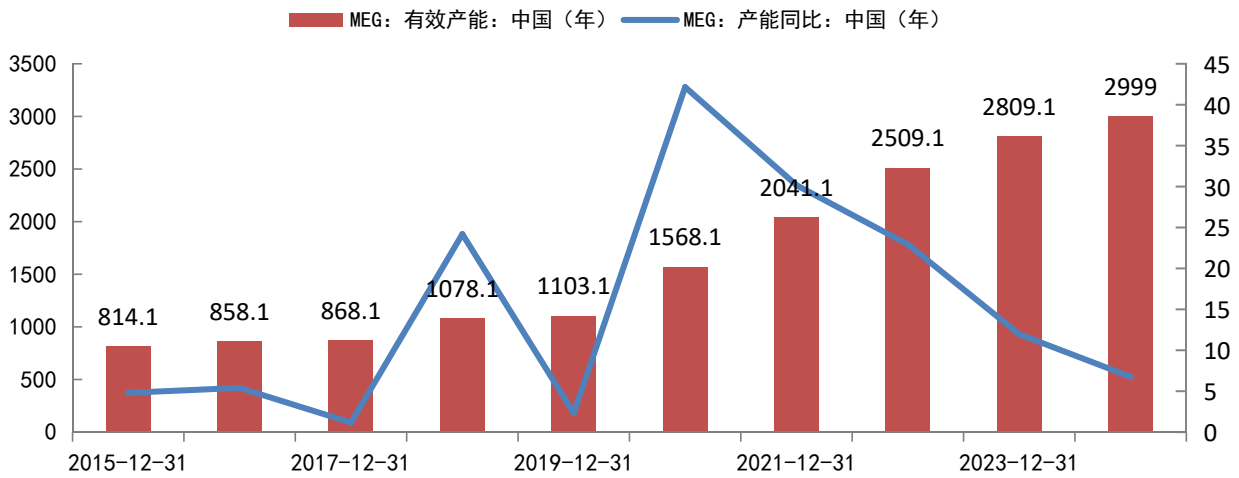
■ 我们预计2024年PTA加工费将维持2023年的中性表现，预计加工费波动区间预计在300-500元/吨。

■ 二季度PTA价格低点1027*0.655*1.13*1.02*7+300=5727元/吨。

■ 二季度PTA价格高点1210*0.655*1.13*1.02*7+500=6894元/吨。

资料来源： Wind，申万期货研究所

乙二醇:产能过剩 稍有改善



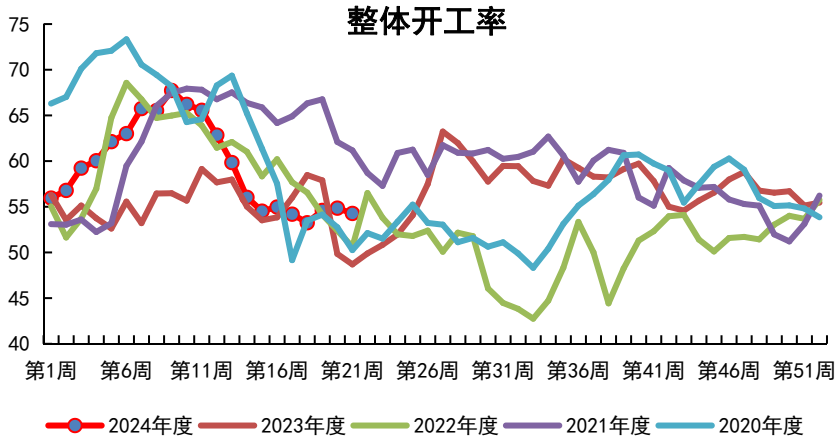
1）替代性产能投放增加，炼厂选择增加，转产空间提升，国产供给减少，供应刚性问题得到缓解；

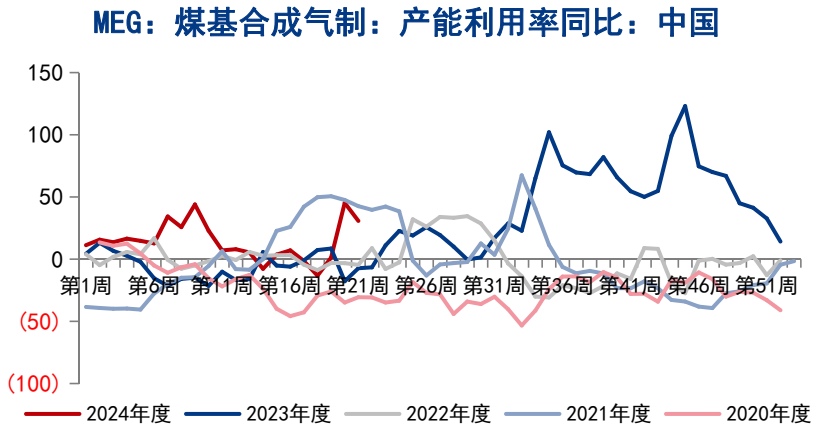
2）产能投放放缓，2024年乙二醇投产190万吨，产能增速回落至6.8%，新投装置多为煤制，煤制产能占比提高，开工价格敏感度提升；

3）巴拿马运河干旱问题延续至2024年上半年，北美进口量削减，沙特合约量减少，港口库存压力得到缓解。

资料来源： Wind，申万期货研究所

乙二醇:开工低位，煤制相对较高



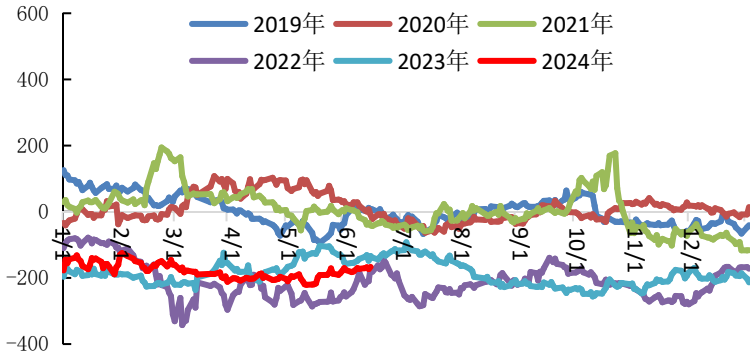


MEG整体负荷回落，煤制开工率高位。截止5月17日乙二醇总负荷58.3%，煤制负荷63.55%。部分一体化装置检修有延后，煤制检修有增加，负荷略下降。

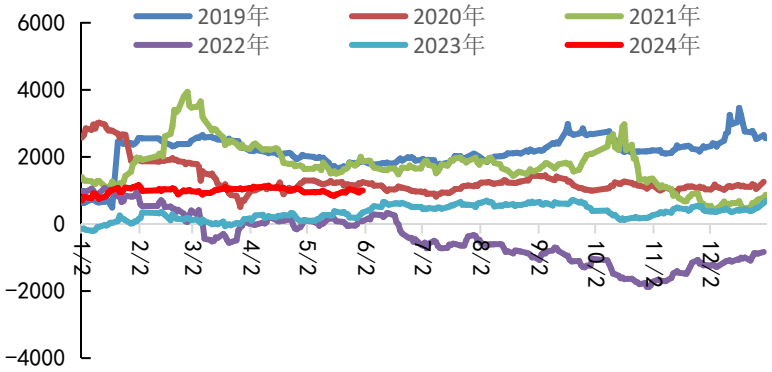
资料来源： Wind，申万期货研究所

乙二醇加工费：乙二醇主流供应利润略修复，但维持亏损，煤制略盈利。

石脑油制乙二醇



煤制乙二醇



以产能占比最大的石脑油工艺为例，预计2024年MEG加工利润将延续2023年的低位运行。预计2024年年二季度MEG石脑油加工利润区间0-250元/吨。

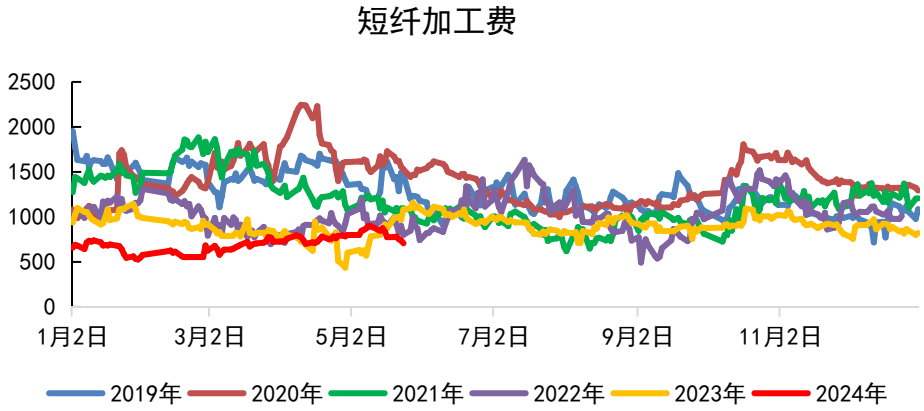
由此核算MEG运行区间：

二季度MEG低点计算：652*7*0.81*1.13+800+0=4977元/吨

二季度MEG高点计算： 777*7*0.81*1.16+800+250=6028元/吨

资料来源： Wind，申万期货研究所

短纤



根据PTA及MEG的价格范围核算短纤运行区、：

二季度短纤价格低点5727*0.855+4977*0.335+1000=7662元/吨。

二季度短纤价格高点6894*0.855+6028*0.335+1500=9533元/吨。

资料来源： Wind，申万期货研究所

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
（核准文号 证监许可[2011]1284号）

研究局限性和风险提示
报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明
作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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获取任何形式的不当利益。

免责声明
本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。
本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES