

供需过剩VS成本支撑

郑邮飞

期货从业资格号：F0284348

投资咨询从业证书号：Z0010566

审核人：赵洪虎

2024年4月



目录

CONTENTS

- 01 核心观点
- 02 内需一般，外需尚可，总体健康
- 03 PX供需紧平衡
- 04 PTA过剩背景下再平衡
- 05 MEG昙花一谢

01

核心观点

核心观点

- 需求端：外需尚可，内需一般，终端当前恢复均比较正常，短期产业需求端整体相对健康，后期需要关注长丝库存去化的程度，观察是否会出现负反馈。总体预计二季度聚酯高开工仍能维持（90%左右），但继续向上有难度。
- PX一季度供应高位表现宽松，PTA新产能投产后PX就略显紧张。一方面4-5月PX进入集中检修季，一方面调油预计仍会对PX有支撑。今年以来调油逻辑迟迟没有启动的原因一方面在于亚洲芳烃产量高位，一方面在于美国方面的提前备货。5月合约由于交割制度上不利于多头，且当前PX供需略偏弱导致5-9走出了反套格局，绝对价格上受成本支撑预计仍表现偏强。
- PTA存量过剩且仍有新增，但今年大厂有改善利润的目标，如果加工差长期较低，需要关注主流供应商的检修，对于平衡表的影响亦较大。同时当前PTA产业估值中性不高，PTA4月份有装置检修，预计偏去库，后期累库与否完全取决于装置检修进程，如果大装置有检修就可能去库，否则累库TA2409绝对价格受成本支撑预计偏强运行，但基差/月差在没有检修出现情况下预计偏反套。
- 今年MEG产能增速会大幅放缓，但存量产能仍过剩，去年12月中旬MEG价格在国内产量较低+进口减少的背景下大涨，煤化工利润已经出现大幅修复，装置陆续重启。进口方面，前期停车的装置基本回归，未来进口逐步抬升。利润的不同驱动煤制开工后期可能维持高位，而油制可能会收到压缩，总体评估供应相对高位。4月在春检驱动下预计MEG仍偏去库，预计港口显性库存会下降，但随后随着MEG国内外供应量的回升或重回累库通道。EG2405合约在4450左右有一定的支撑，但由于预期的改变2409合约可能重新变回空头合约，需要关注供给端的超预期变化。

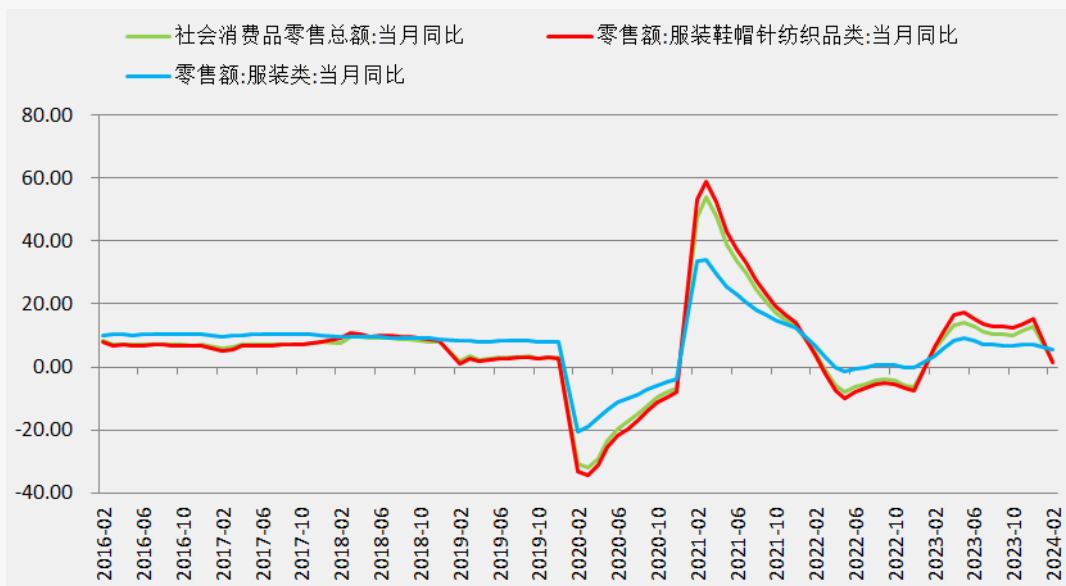
02

内需一般，外需尚可，总体健康

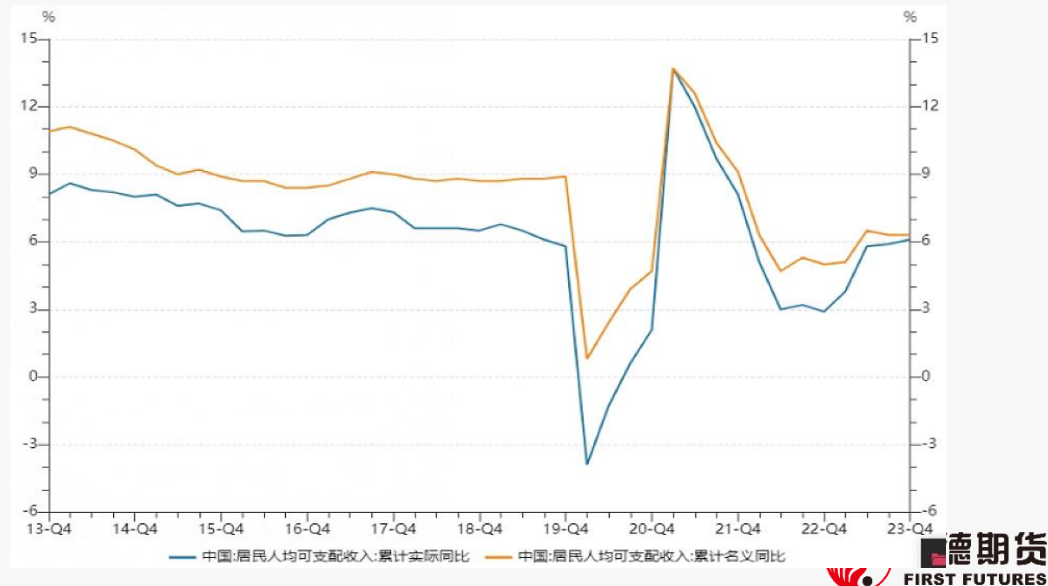
内需表现一般

- 2024年1-2月服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长1.9%，其中服装类零售额同比增长1.6%，而社会零售额1-2月同比累计增长5.5%，国内纺服零售消费总体低于社会零售消费。

图：社零与纺织服装零售额



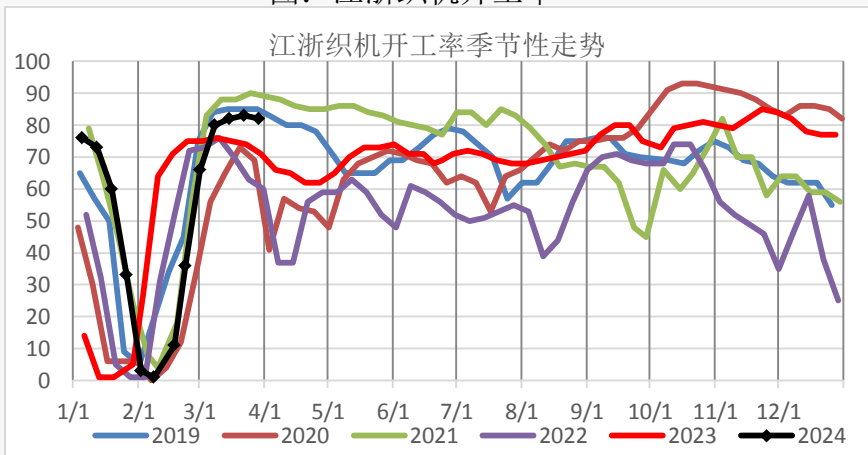
图：全国人均可支配收入累计同比



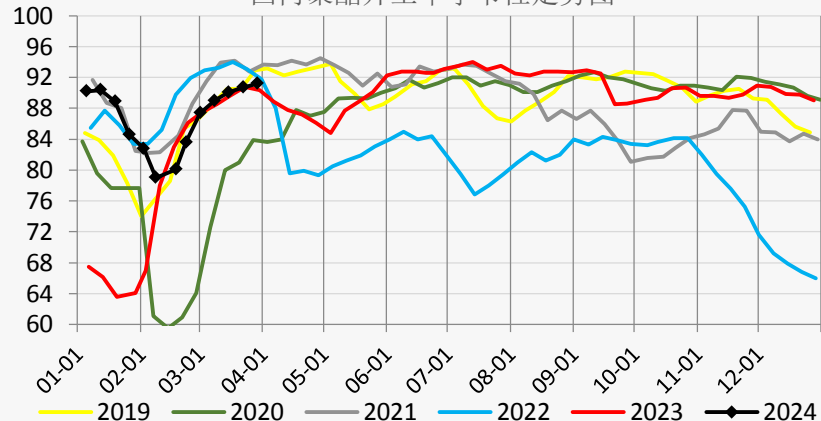
内需表现一般，但短期产业链健康

- 从聚酯产业下游的聚酯开工和织造开工来看，当前恢复均比较正常，而终端库存并没有出现较大的累积（尽管长丝库存略高，但4月份旺季预计去库，短期仍能维持高开工），短期产业需求端整体相对健康，后期需要关注长丝库存去化的程度，观察是否会出现负反馈。
- 总体预计二季度聚酯高开工仍能维持（90%左右），但继续向上有难度。

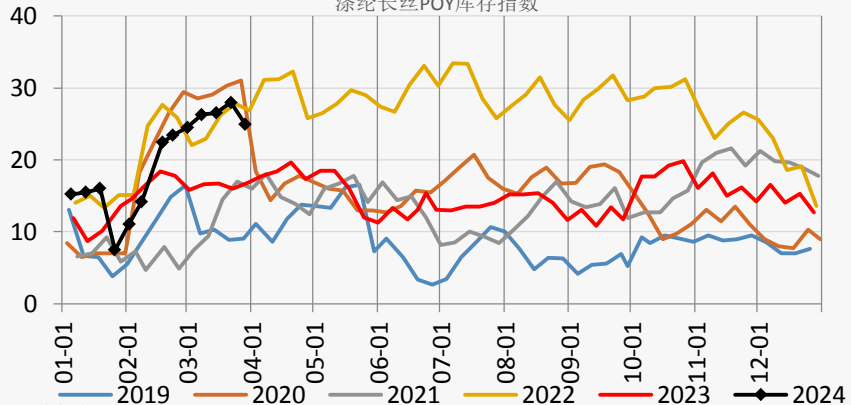
图：江浙织机开工率



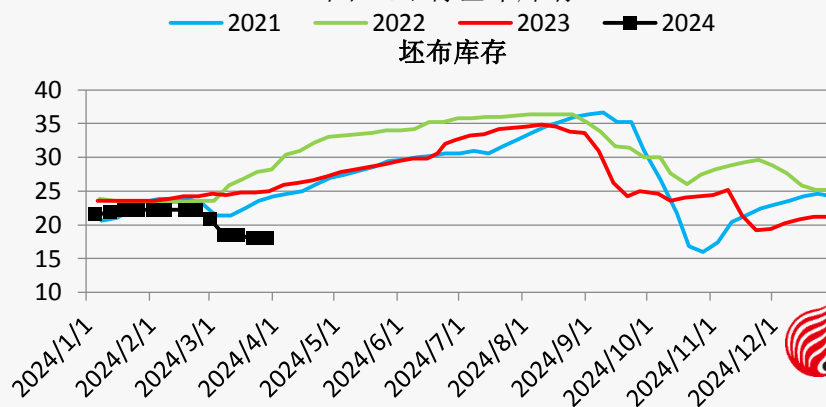
国内聚酯开工率季节性走势图



图：聚酯POY库存
涤纶长丝POY库存指数



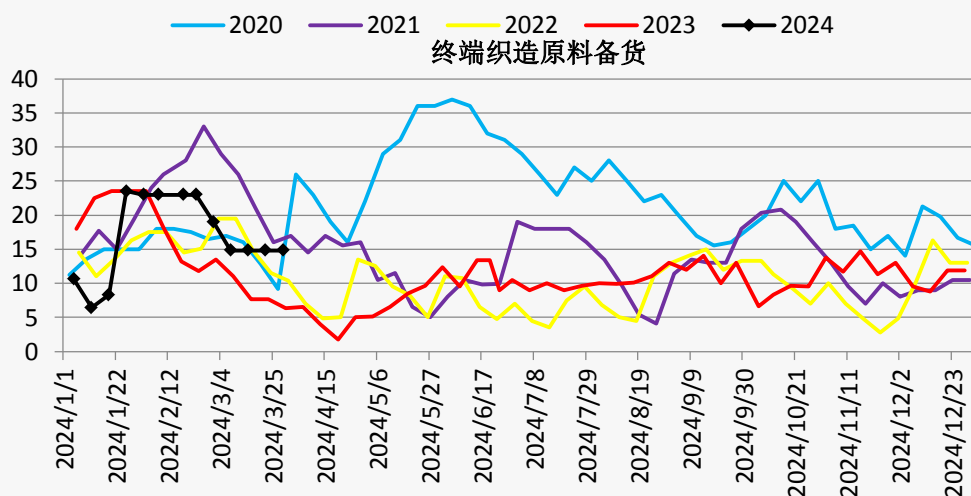
图：终端坯布库存



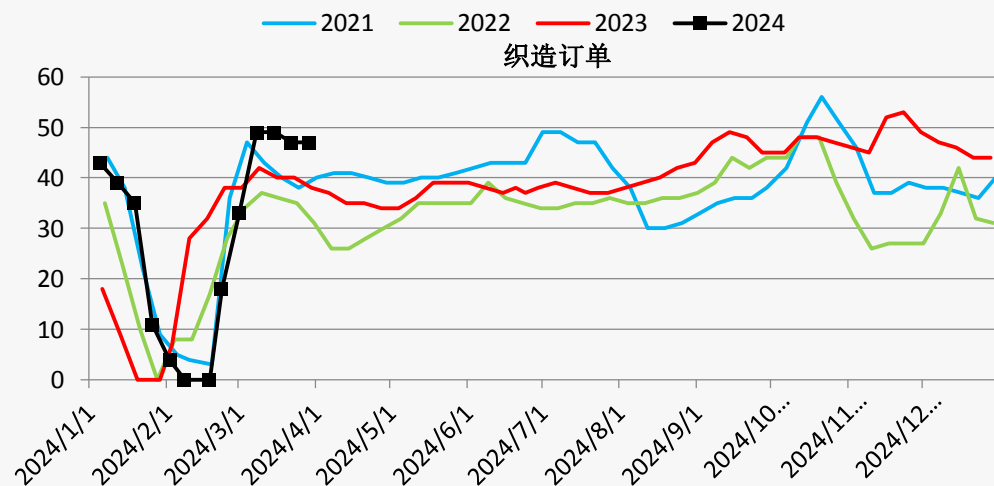
内需表现一般，但短期产业链健康

- 从聚酯产业下游的聚酯开工和织造开工来看，当前恢复均比较正常，而终端库存并没有出现较大的累积（尽管长丝库存略高，但4月份旺季预计去库，短期仍能维持高开工），短期产业需求端整体相对健康，后期需要关注长丝库存去化的程度，观察是否会出现负反馈。
- 总体预计二季度聚酯高开工仍能维持（90%左右），但继续向上有难度。

图：织造原料备货



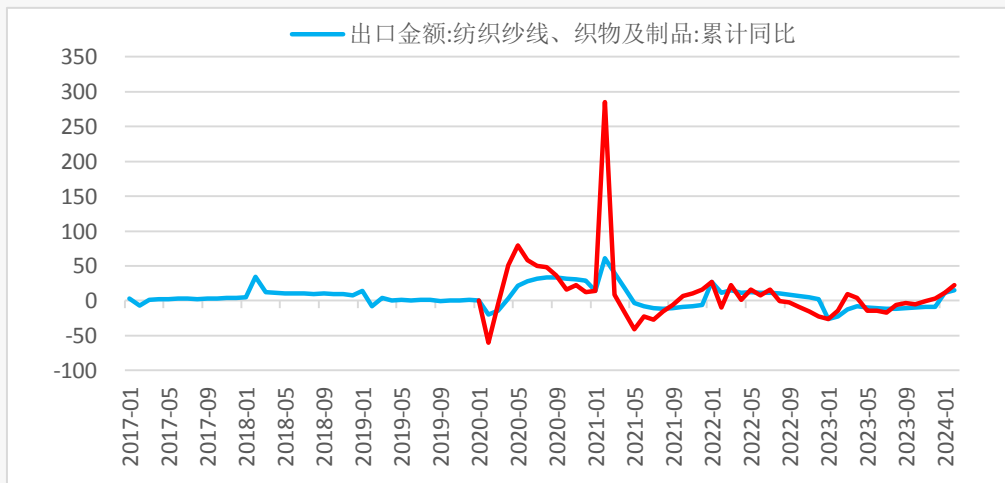
图：织造订单



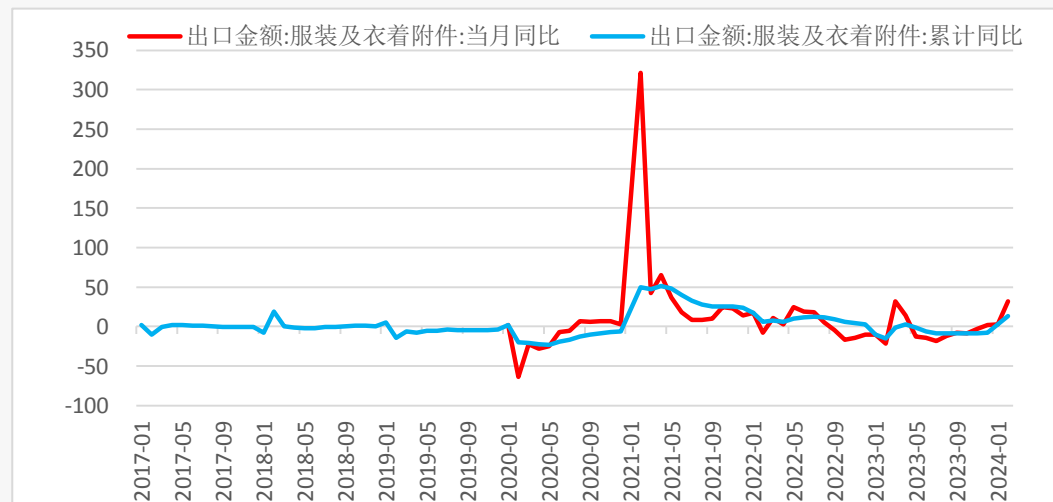
外需尚可

- 1-2月份纺织纱线、织物及制品累计同比15.5%；服装及衣着附件累计同比13.1%，均处于相对高的水平。
- 国外制造业PMI也在去年四季度企稳反弹,特别是2月份的美国制造业PMI数据表现亮眼，2022.11月以来首次站上扩张区间。

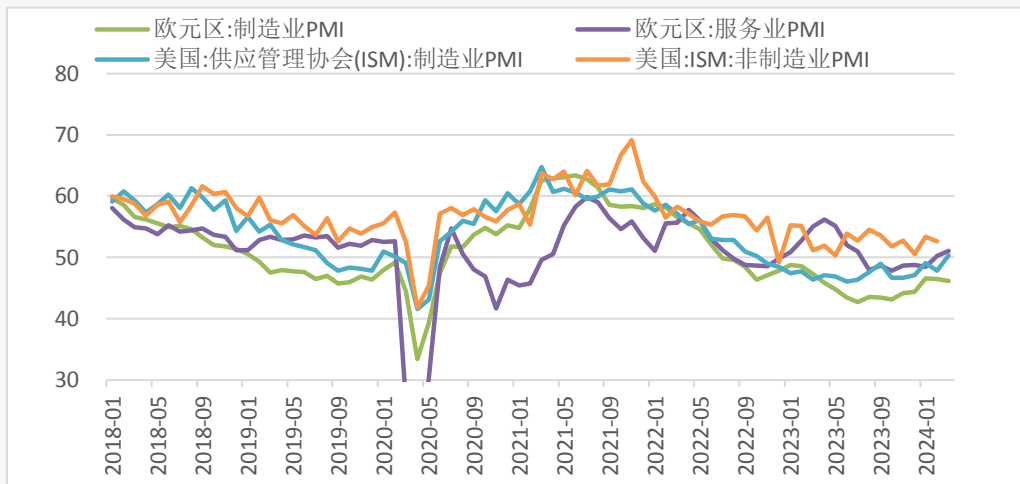
图：纺织品出口同比



图：服装出口同比



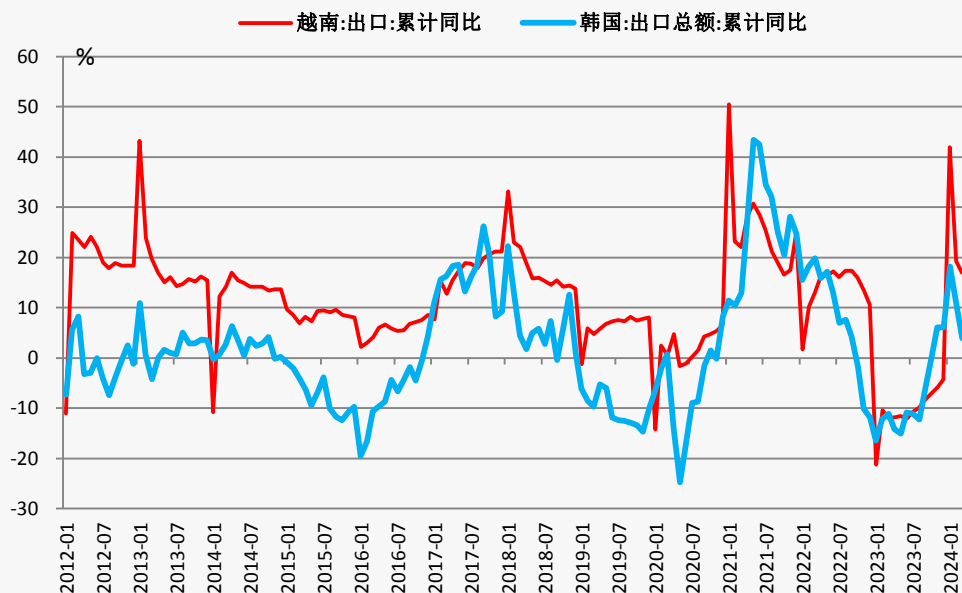
图：欧美PMI



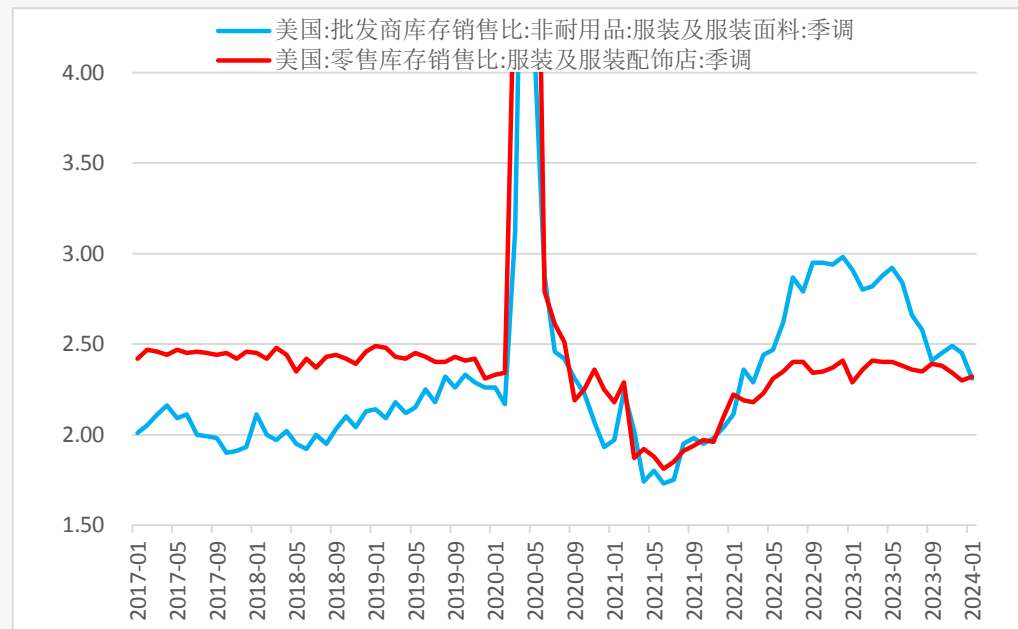
外需尚可

- 美国批发商的服装及面料库存销售比已经回到疫情前水平，继续去库动能减弱。
- 越南/韩国出口在去年三-四季度反弹，重回正值增长区间。

图：越南/韩国出口累计同比



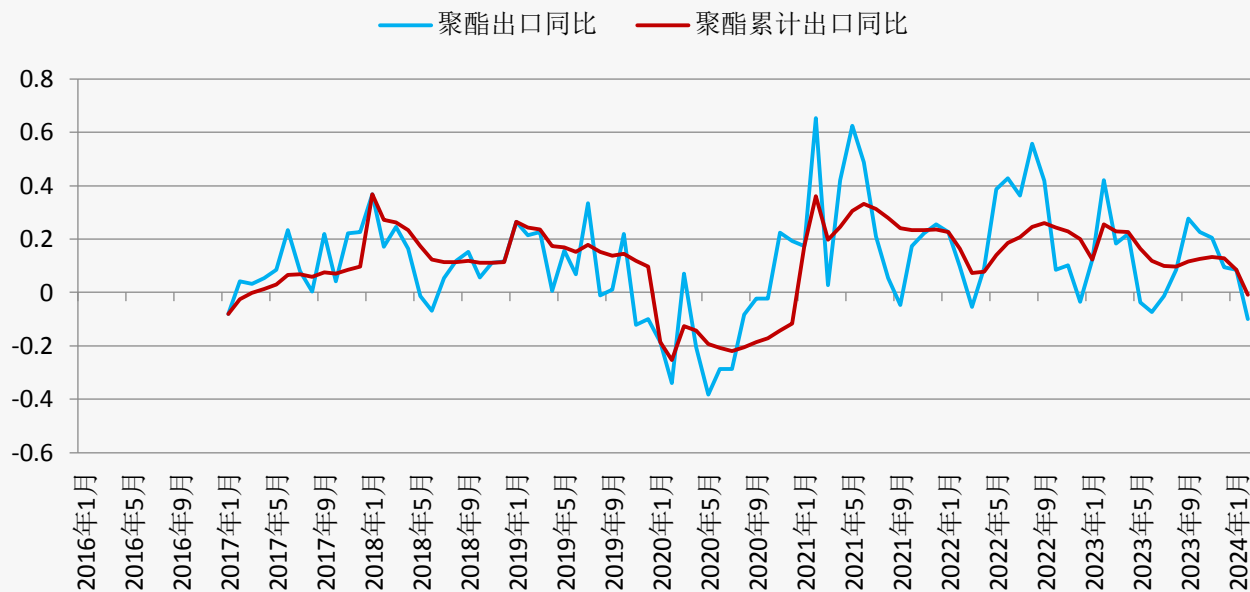
图：美国服装批发商和零售商库存销售比



聚酯直接出口预计仍处于高位

- 聚酯直接出口较好，去年出口累计同比增长12.91%，主要由于终端织造产能外溢，东南亚等国仍需要进口半成品的聚酯原料。1月份8.41%，2月份-9.95%有春节较晚因素影响。
- 今年的外需我们预计仍将保持平稳略增，主要由于国外继续去库空间有限，且外围经济有触底反弹的迹象。

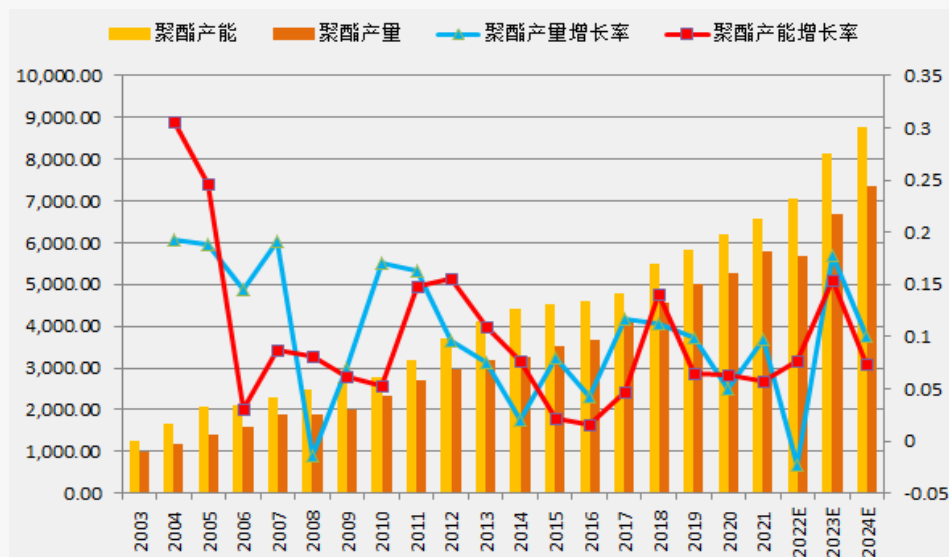
图：聚酯直接出口



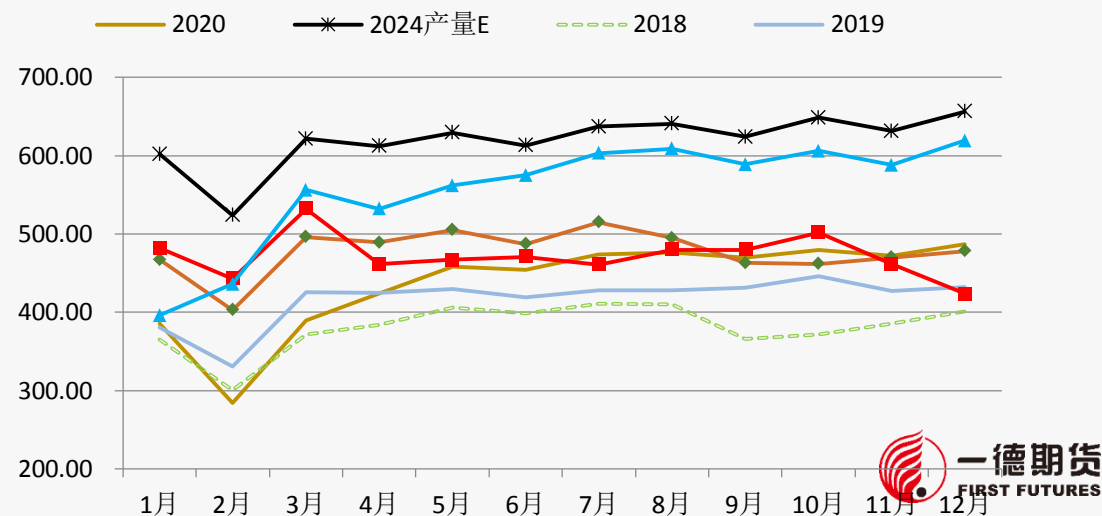
聚酯产能产量增速回归正常

- 根据公开资料统计，今年预计有600多万吨的聚酯新增产能，增速7.36%，其中60%是瓶片。因此瓶片的供应压力不小，从去年下半年开始瓶片利润大幅下滑，倒逼开工出现一定的走低。这种情况或仍将存在一段时间，因此会拉低整个聚酯的开工，同时考虑去年的高基数效应，我们预计今年聚酯产量增速在10%左右。

图：聚酯产能产量增速



图：2024聚酯产量预计



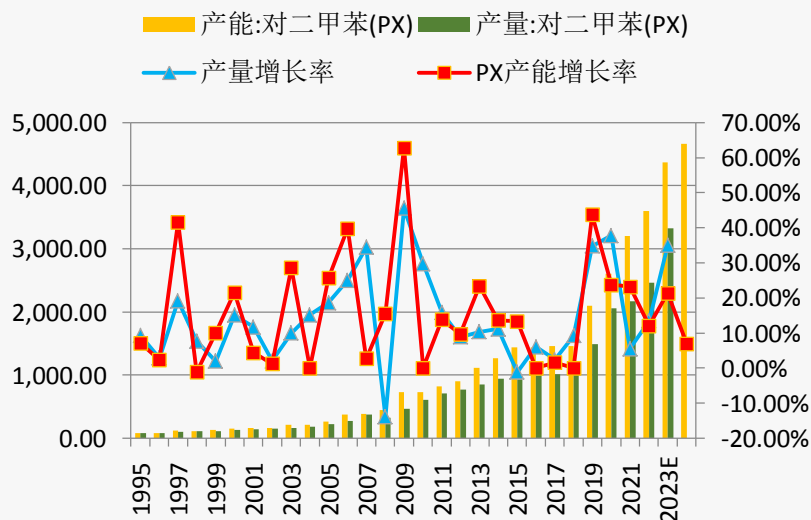
03

PX供需紧平衡

PTA新产能投放后PX将处于紧平衡格局

- 今年PX新增产能较少，四季度之前PX处于产能投放的真空期。裕龙岛300万吨有可能在四季度投放，但是存在较大的不确定性。而下游PTA仍处于产能投放的集中期，去年11月底左右逸盛海南250万吨产能陆续投放，台化150万吨在3月底投放，仪征300万吨计划近期投产。
- PX国内产能4367万吨，进口月均80万吨算，相对8067万吨的PTA产能略显宽松。
- 但PTA 450万吨的新产能投产后PX就略显紧张（但是要关注PTA装置的检修情况）。

图：PX产能产量增速



图：PX新增产能（万吨）

中国	盛虹炼化	400	2022.11月1#投200,2023.1月份投200
中国	中委广东石化	260	2023.2.15出合格产品
中国	大榭石化分油四期/利万	160	2023.4
中国	中海油惠州二期	150	2022年7-15 装置完成90%，2023.6.20出合格品
2023合计		970	
中国	裕龙石化	300	2024Q4
	华锦阿美	200	2024-2025
	恒逸文莱	200	2024-2025
2024合计		700	

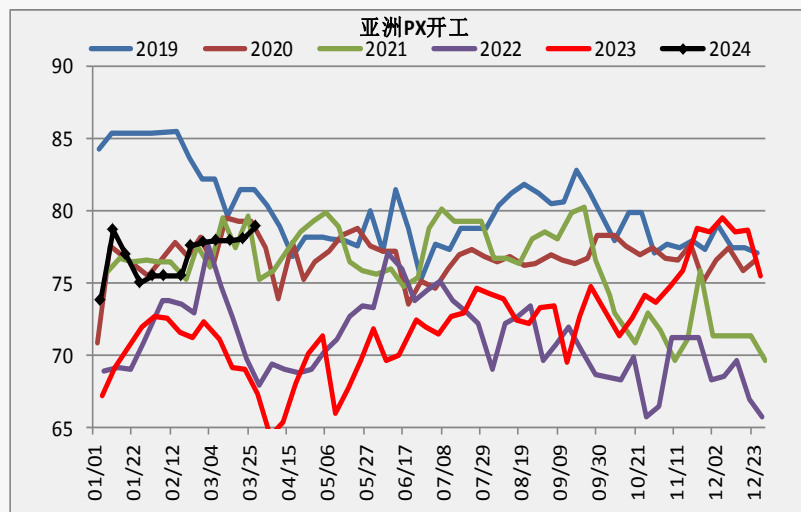
图：PTA新增产能（万吨）

中国	桐昆嘉通（南通如东）1#	250	2023.1
中国	恒力石化6#（惠州）	250	2023.3
中国	桐昆嘉通（南通如东）2#	250	2023.4
中国	恒力石化7#（惠州）	250	2023.7.10
中国	逸盛海南2期	250	2023年末
2023合计		1400	
中国	台化宁波2#	150	2024.3月底
中国	仪征化纤3#	300	2024.Q2
中国	三房巷3#	320	2024
中国	独山能源3期	250	2024
	远东仪化	200	2024年末
	虹港石化3#	240	2024年末
2024合计		1460	

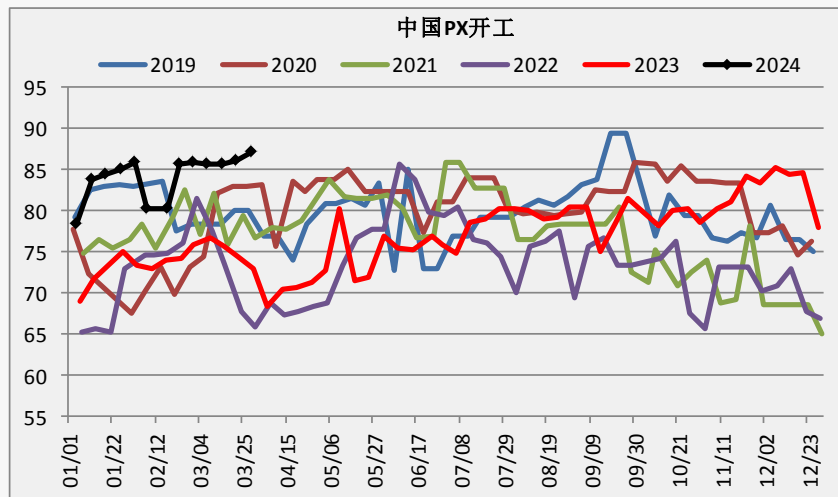
一季度PX开工高位，供需充裕

- 今年亚洲PX开工普遍较高，导致PX供应充裕，去年的新产能今年足额释放，国内产量达到新高。
- PX库存亦处于相对高位。

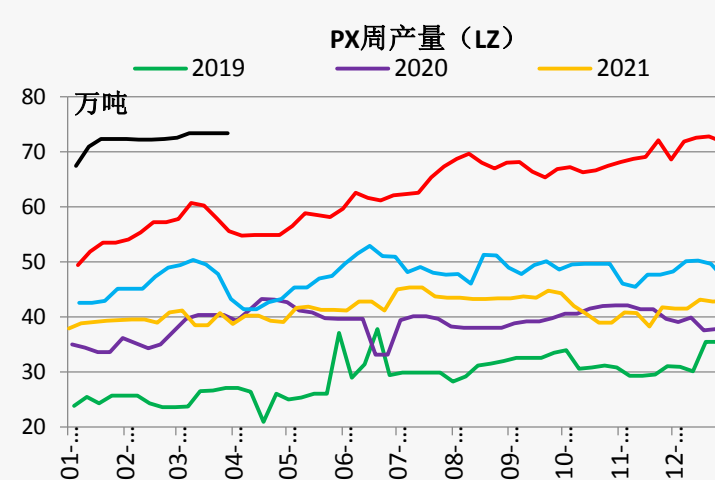
图：PX亚洲开工



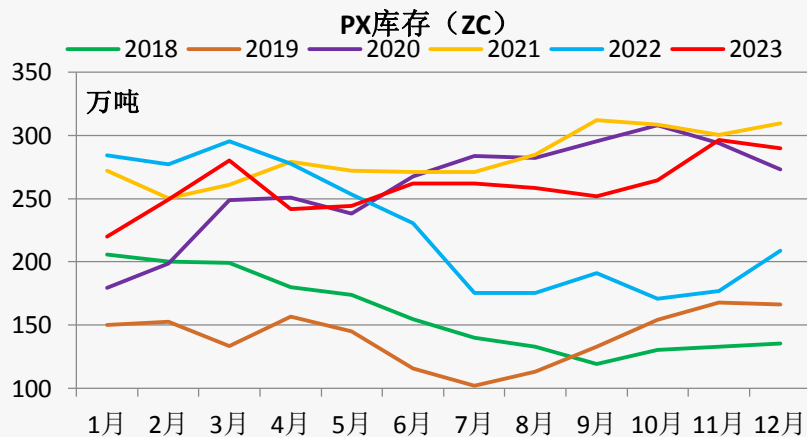
图：PX中国开工



图：PX产量



图：PX库存



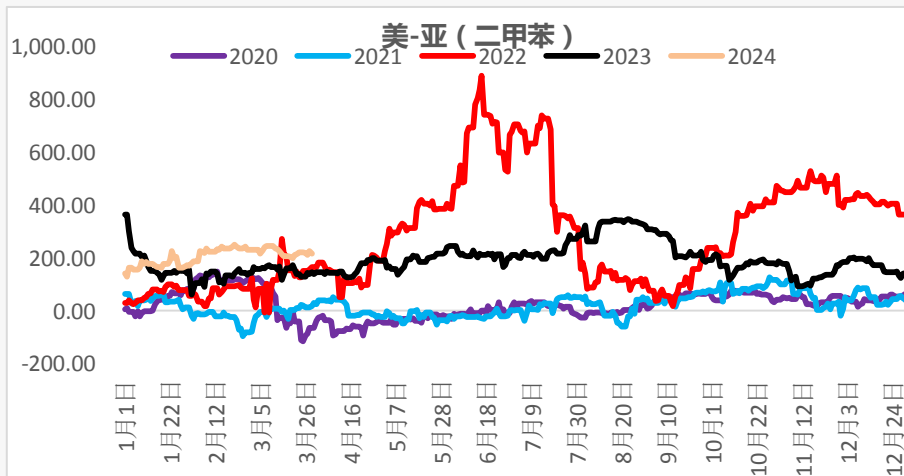
二季度预计PX供需边际改善

- 一方面4-5月PX进入集中检修季
- 一方面调油预计仍会对PX有支撑。当前美国汽油裂差走高，芳烃美亚套利价差高位。

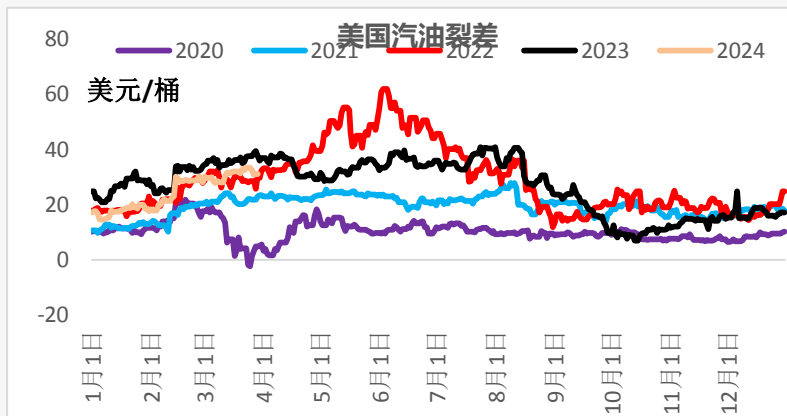
图：PX二季度预计检修装置

公司名称		产能（万吨）	变化时间
中国	浙江石化	200	3月底4月初计划检修45天
	恒力石化	500	4月份计划降负运行
	镇海石化	80	4月初计划检修半个月
	乌鲁木齐石化	100	4月份计划检修10天
	宁波中金	160	5月份计划检修45-60天
	东营联合	200	5月份计划检修40天
	SK 2#	40	5月计划检修40天
韩国	韩华 1#	70	4月底计划检修50天
日本	出光	40	5-7月计划检修2个月

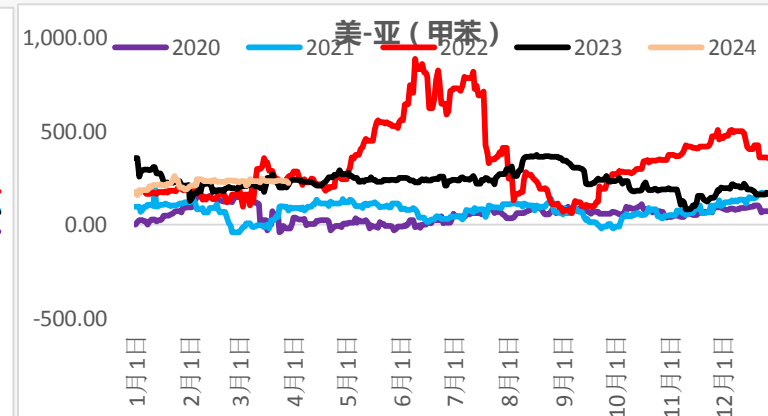
图：二甲苯美亚价差



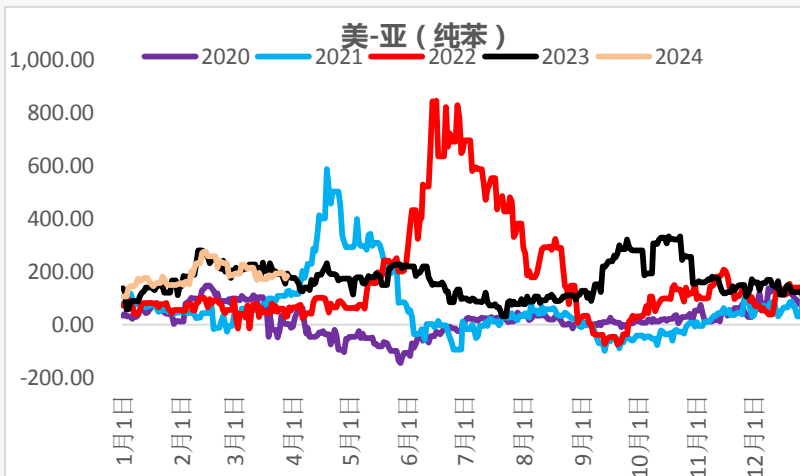
图：美国汽油裂差走高



图：甲苯美亚价差

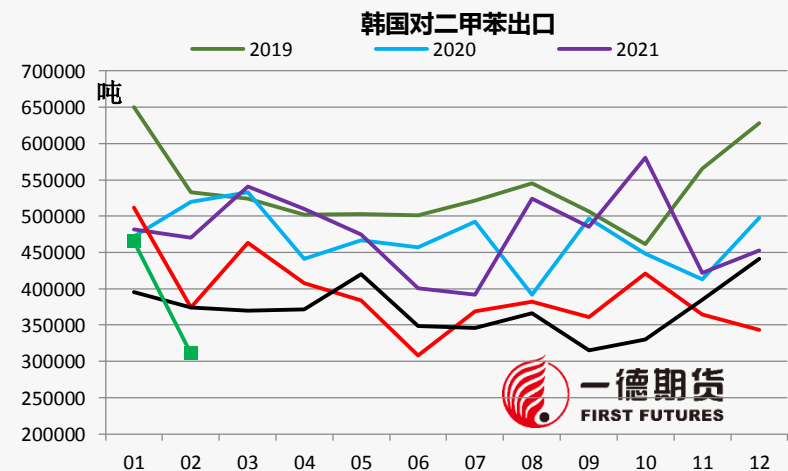
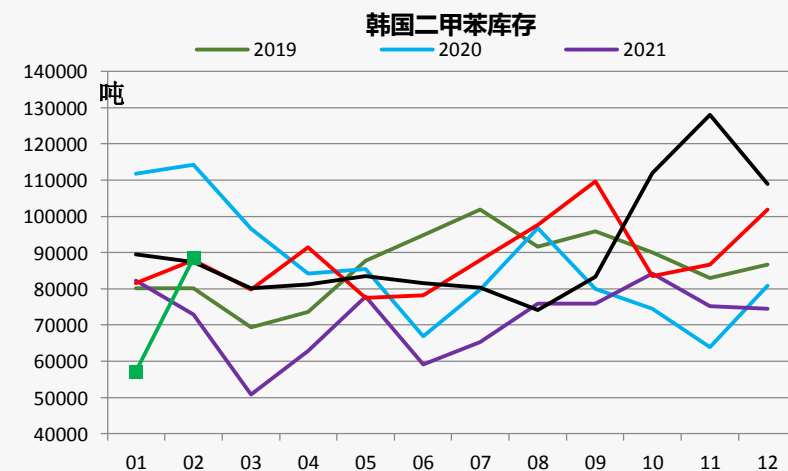
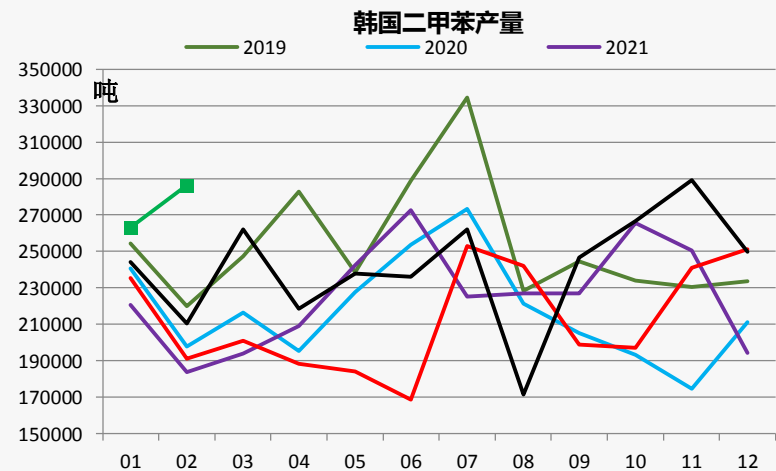
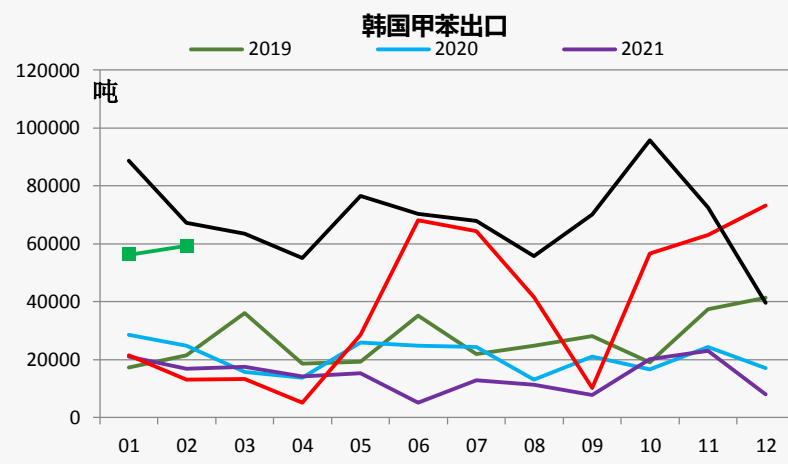
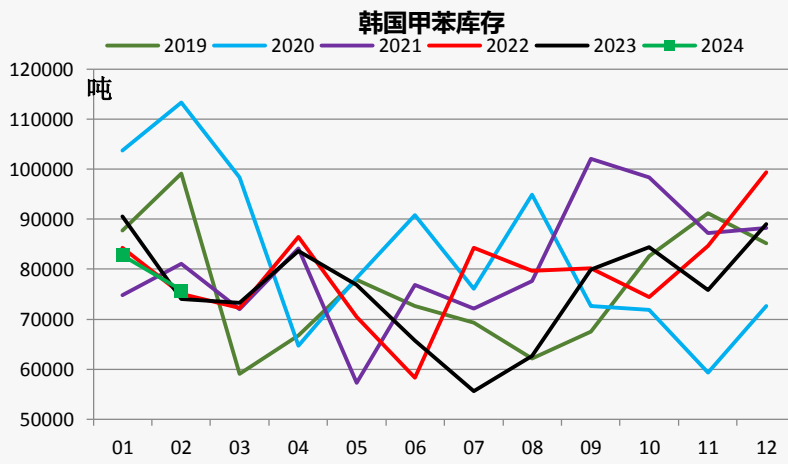
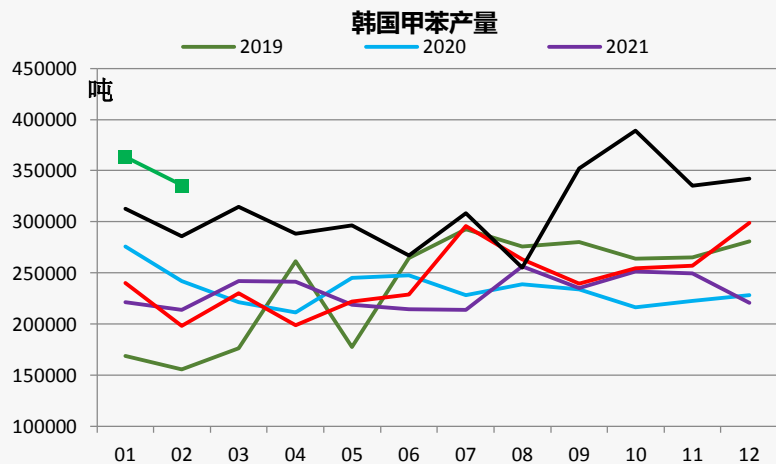


图：纯苯美亚价差



调油逻辑仍可讲但逐年减弱

- 2023年调油逻辑在3月份提前启动，同时其上冲爆发力度亦不如2022年。调油逻辑主因一方面疫情以来全球炼油产能总体在下滑；一方面俄乌冲突导致贸易摩擦成本增加；近期的乌克兰轰炸俄炼厂将对利多成品油裂差。
- 成品油物流重新平衡的背景下，预计汽柴油裂差重心将环比往年下移，对于芳烃调油的支撑亦将有所走弱，但预计仍有一定的支撑。
- 今年以来调油逻辑迟迟没有启动的原因一方面在于亚洲芳烃产量高位，一方面在于美国方面的提前备货。



PX二季度紧平衡

- 5月合约由于交割制度上不利于多头，且当前PX供需略偏弱导致5-9走出了反套格局
- 绝对价格上受成本支撑预计仍表现偏强。

时间	PX产量	进口量	PX聚酯需求	其他需求	出口	PX表需	PX实际需求	库存变化	PTA产量	PX产量同比	PX表需同比	PX产量累计	PX产量累计同比	PX实际需求累计	PX实际需求累计同比
Jan-23	233	71.81	293	3.0	0.00	305	296	8.37	448	28.02%	0.78%	233	28.02%	296	-4.60%
Feb-23	227	81.87	290	3.0	0.00	309	293	16.36	442	18.85%	8.33%	460	23.32%	589	-3.51%
Mar-23	270	85.31	335	3.0	0.00	355	338	16.95	512	31.07%	10.72%	730	26.08%	927	1.18%
Apr-23	253	52.82	347	3.0	0.00	306	350	-44.33	530	37.50%	11.19%	983	28.83%	1277	5.67%
May-23	267	87.52	354	3.0	0.00	355	357	-2.84	541	30.24%	23.39%	1250	29.13%	1635	8.18%
Jun-23	275	86.41	352	3.0	1.00	360	355	5.02	538	24.43%	23.52%	1525	28.26%	1990	9.75%
Jul-23	293	73.36	363	3.0	0.00	366	366	0.49	554	34.40%	33.39%	1818	29.21%	2356	11.09%
Aug-23	303	79.90	375	3.0	0.00	383	378	4.59	573	47.80%	35.15%	2121	31.58%	2734	13.68%
Sep-23	295	67.45	363	3.0	0.00	362	366	-3.42	554	42.51%	21.32%	2416	32.82%	3100	15.28%
Oct-23	302	75.16	365	3.0	0.00	377	368	8.67	558	43.81%	27.99%	2718	33.96%	3469	15.42%
Nov-23	302	78.75	350	3.0	0.00	381	353	27.32	535	47.32%	30.76%	3020	35.18%	3822	16.04%
Dec-23	322	69.28	389	3.0	0.00	391	392	-0.79	594	49.77%	33.00%	3342	36.46%	4214	18.23%
Jan-24	315	86.70	386	3.0	0.00	402	389	12.78	591	35.19%	31.79%	315	35.19%	389	31.20%
Feb-24	305	80.03	368	3.0	0.00	385	371	14.39	563	34.36%	24.66%	620	34.78%	760	28.97%
Mar-24	329	70.00	386	3.0	0.00	399	389	10.08	591	21.85%	12.30%	949	30.00%	1148	23.85%
Apr-24	301.00	82.00	361	3.0	0.00	383	364	18.89	553	18.97%	25.24%	1250	27.16%	1513	18.41%
May-24	295.00	82.00	387	3.0	0.00	377	390	-12.68	592	10.49%	6.34%	1545	23.60%	1902	16.36%
Jun-24	302.00	82.00	380	3.0	0.00	384	383	0.95	582	9.82%	6.55%	1847	21.11%	2285	14.83%
Jul-24	308.46	82.00	393	3.0	0.00	390	396	-5.64	602	5.28%	6.58%	2155.464	18.56%	2681	13.81%

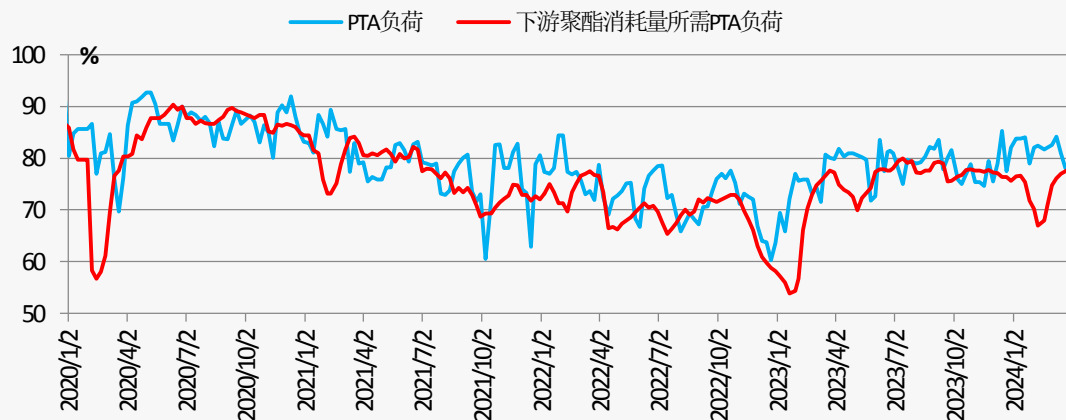
04

PTA过剩背景下再平衡

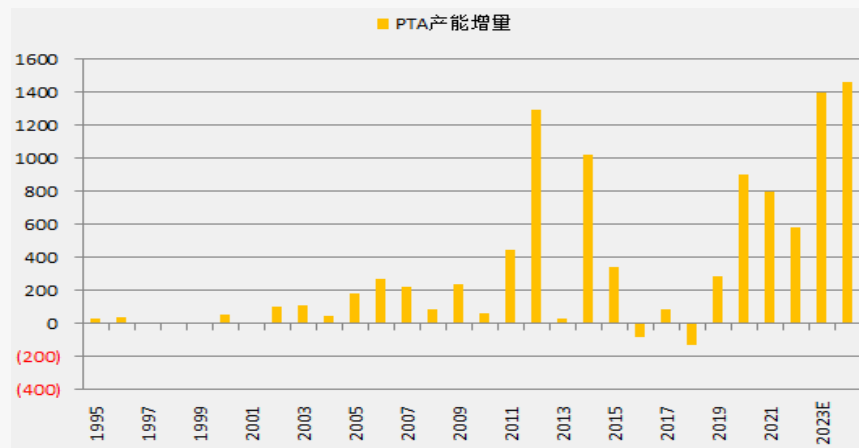
存量过剩且仍有新增

- 站在当前的时间节点，PTA存量产能过剩，同时今年新增预期亦大幅高于下游聚酯（PTA1000多万吨，聚酯600多万吨），静态看存量过剩，且新增亦是过剩。

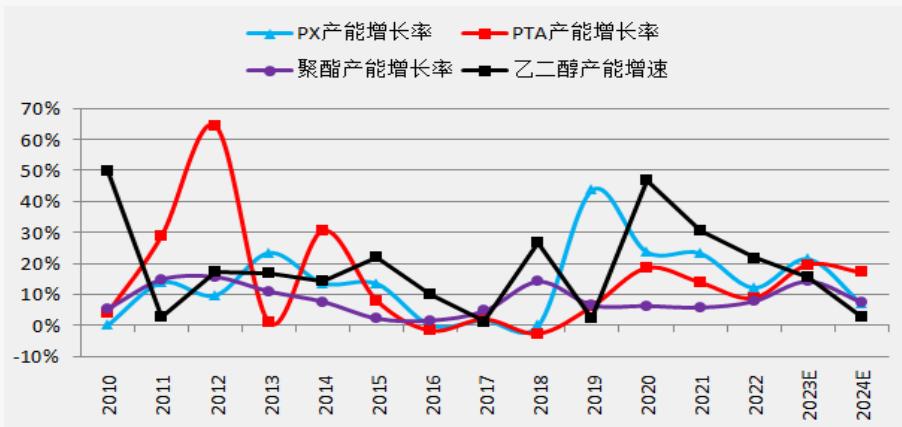
图：当前聚酯开工所需PTA负荷



图：PTA年度新增产能（万吨）



图：聚酯产业链产能增速对比



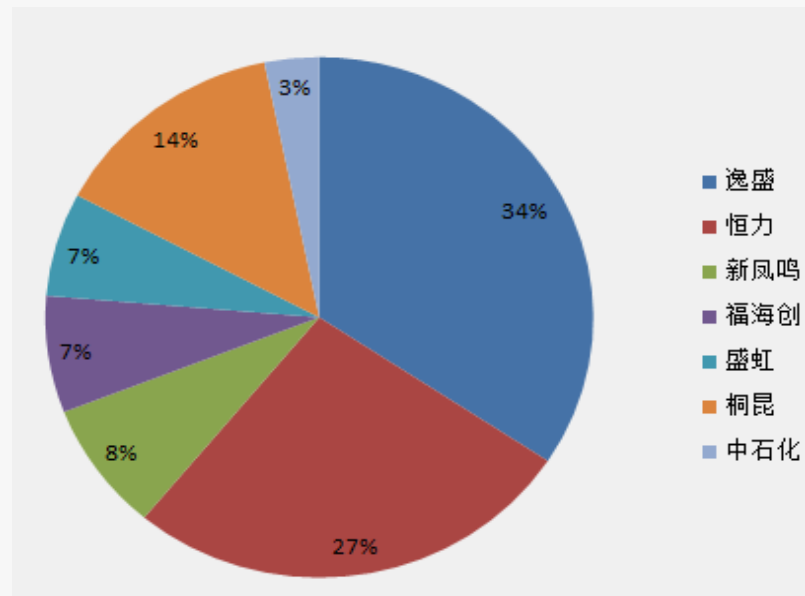
图：PTA新增产能

中国	桐昆嘉通（南通如东）1#	250	2023.1
中国	恒力石化6#（惠州）	250	2023.3
中国	桐昆嘉通（南通如东）2#	250	2023.4
中国	恒力石化7#（惠州）	250	2023.7.10
中国	逸盛海南2期	250	2023年末
	2023合计		1400
中国	台化宁波2#	150	2024.3月底
中国	仪征化纤3#	300	2024.Q2
中国	三房巷3#	320	2024
中国	独山能源3期	250	2024
	远东仪化	200	2024年末
	虹港石化3#	240	2024年末
	2024合计		1460

继续关注寡头

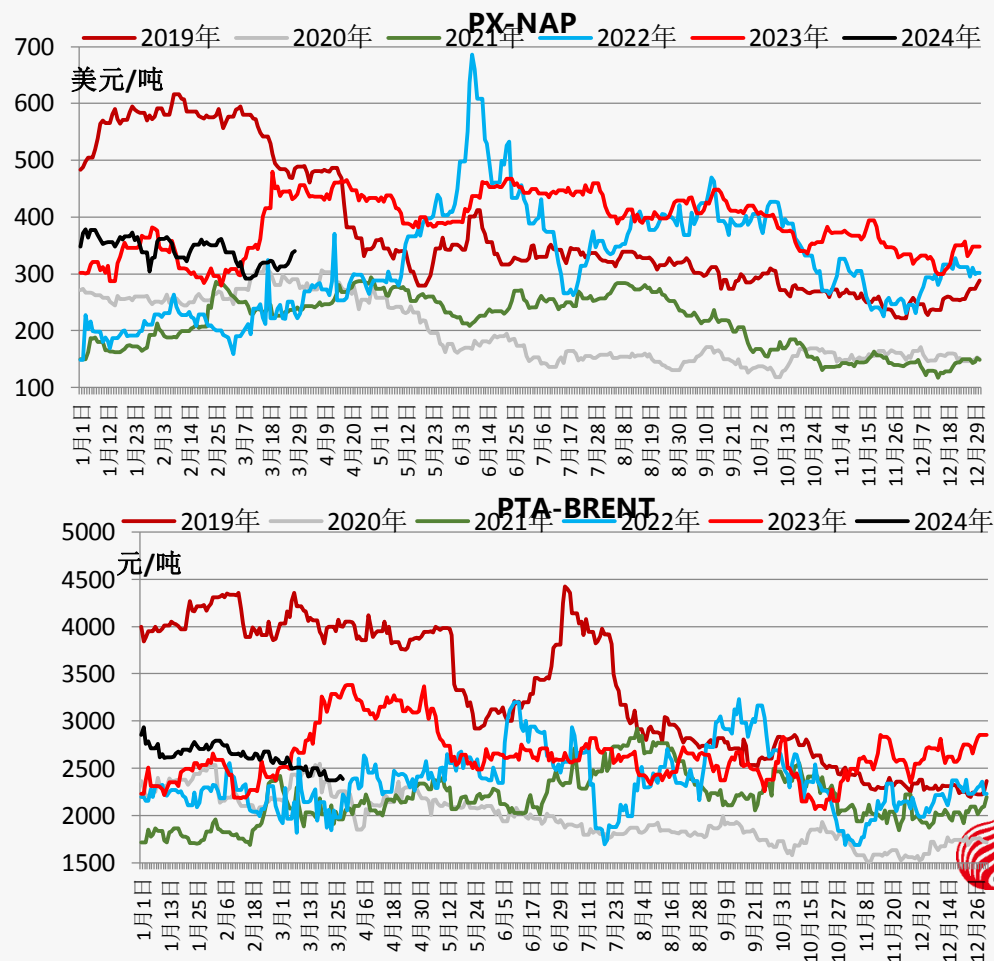
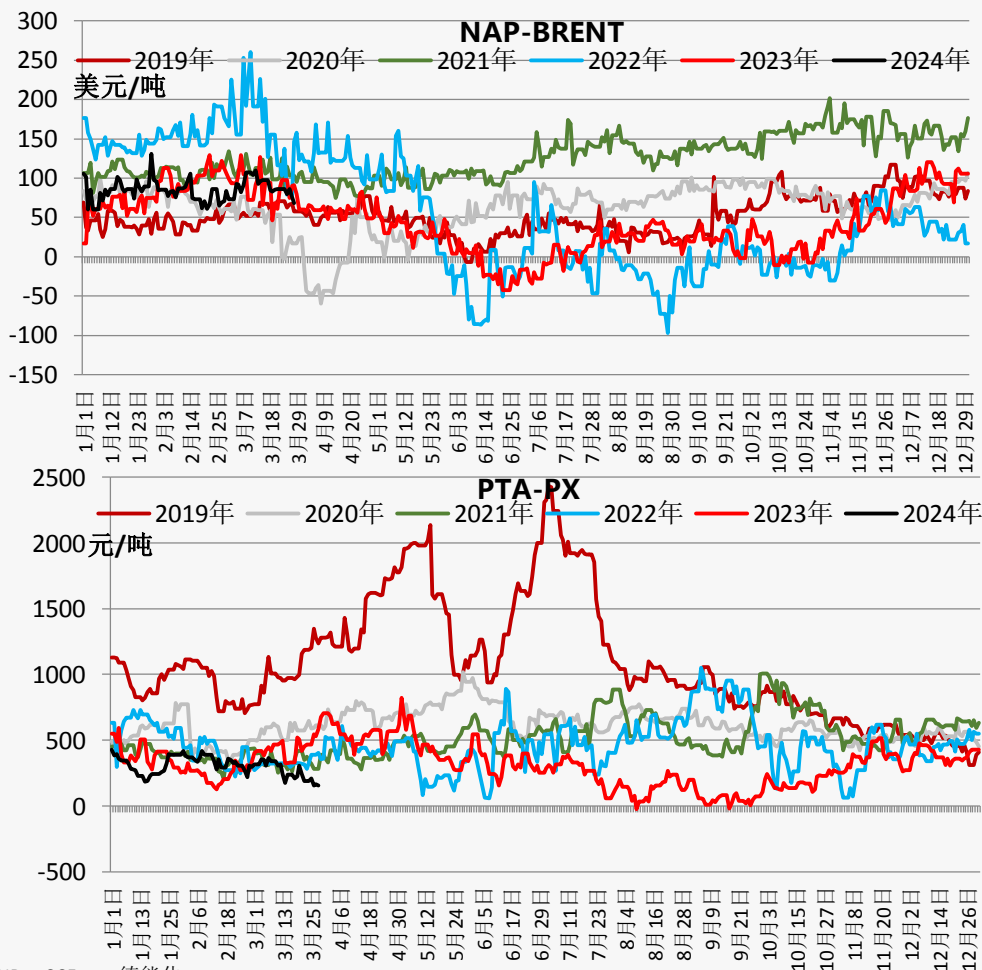
- PTA已经从早期国字背景占比高的年代进入到民营主导的时代。随着技术的迭代和发展，单套产能规模与行业的集中度亦有了较大的提升。CR5占有率已经达到70%，主流供应商对于现货的控制能力增强，对于战略战术上的供需调配能力更大，以达到经营最优的目的。
- 今年大厂有改善利润的目标，如果加工差长期较低，需要关注主流供应商的检修，由于单套产能较大，对于平衡表的影响亦较大。

图：PTA产能占比



成本支撑偏强，供需偏弱

- PTA在化工中算是与原油相关性偏强的，当前外围经济有企稳反转迹象，同时夏季进入汽油消费旺季，原油需求有支撑，供给方面OPEC+额外减产延长到二季度末，叠加当前地缘政治不断发酵，对于原油利多不断，预计二季度原油仍将维持偏强格局，对于PTA产业链有较强的支撑。
- 同时当前PTA产业估值中性不高，成本强势对于PTA的绝对价格有较强支撑
- 而PTA自身基本面偏弱导致PTA基差/月差仍是偏反套的驱动，除非供应端检修驱动阶段性的价差走强。



PTA供需平衡表

- PTA4月份有装置检修，预计偏去库，后期累库与否完全取决于装置检修进程，如果大装置有检修就可能去库，否则累库
- TA2409绝对价格受成本支撑预计偏强运行，但基差/月差在没有检修出现情况下预计偏反套。

时间	PTA产量	进口量	PTA聚酯需求	其他需求	出口	PTA总供给	PTA总需求	库存变化	聚酯产量	表观需求量	表观需求同月
2023-01	448.00	0.95	338.58	17.00	19.91	429.04	355.58	73.46	396.00	429.04	0.06%
2023-02	442.00	0.48	372.78	18.00	30.73	411.75	390.78	20.97	436.00	411.75	-3.63%
2023-03	512.00	0.04	475.38	21.00	41.10	470.94	496.38	-25.44	556.00	470.94	8.52%
2023-04	530.00	0.28	454.86	19.00	31.14	499.14	473.86	25.28	532.00	499.14	23.90%
2023-05	541.00	0.05	480.51	22.00	45.68	495.37	502.51	-7.14	562.00	495.37	16.28%
2023-06	538.00	0.05	491.63	21.00	30.86	507.19	512.63	-5.44	575.00	507.19	21.29%
2023-07	554.00	0.04	515.57	21.00	24.69	529.35	536.57	-7.21	603.00	529.35	21.41%
2023-08	573.00	0.18	520.70	21.00	21.11	552.07	541.70	10.37	609.00	552.07	34.37%
2023-09	554.00	0.02	503.60	20.00	27.96	526.06	523.60	2.47	589.00	526.06	29.78%
2023-10	558.00	0.09	518.13	21.00	29.00	529.09	539.13	-10.04	606.00	529.09	15.09%
2023-11	535.00	0.01	502.74	20.00	26.92	508.09	522.74	-14.65	588.00	508.09	21.96%
2023-12	594.00	0.20	529.25	21.00	21.84	572.36	550.25	22.12	619.00	572.36	48.32%
2024-01	591.00	0.11	514.71	22.00	34.97	556.14	536.71	19.43	602.00	556.14	29.62%
2024-02	563.00	0.29	448.02	20.00	22.01	541.28	468.02	73.26	524.00	541.28	31.46%
2024-03	591.00	0.10	527.54	23.00	30.00	561.10	550.54	10.57	617.00	561.10	19.15%
2024-04	553.00	0.50	523.36	20.00	25.00	528.50	543.36	-14.86	612.12	528.50	5.88%
2024-05	592.16	0.50	538.13	20.00	25.00	567.66	558.13	9.53	629.39	567.66	14.59%
2024-06	582.00	0.50	523.93	20.00	25.00	557.50	543.93	13.57	612.79	557.50	9.92%
2024-07	602.00	0.50	544.67	20.00	25.00	577.50	564.67	12.83	637.04	577.50	9.10%

05

MEG昙花一谢

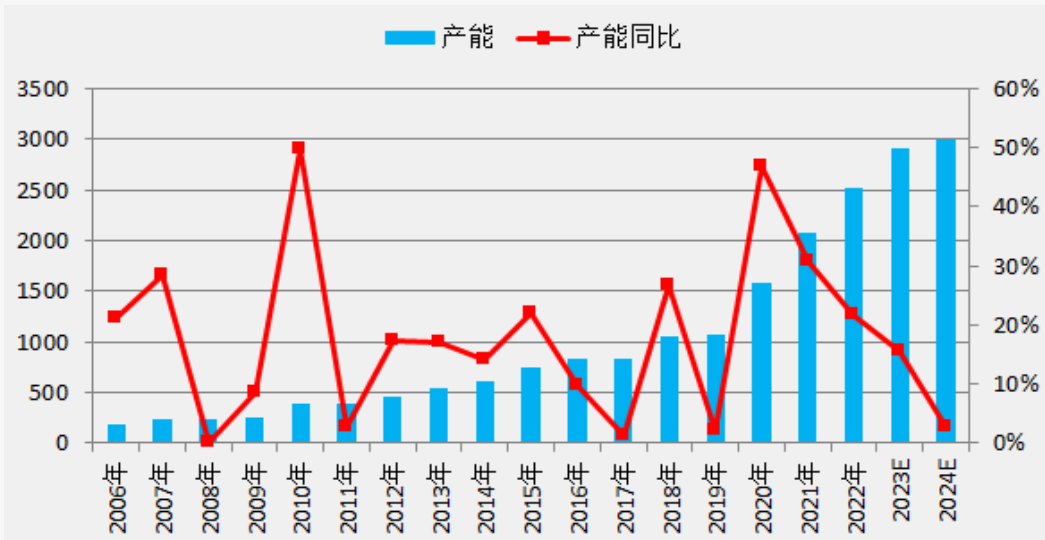
产能增速降低

- 今年MEG产能增速会大幅放缓，除去四季度预期产能，预计增速仅有2.75%，将大大减缓MEG的供给压力。

图：MEG产能投放明细

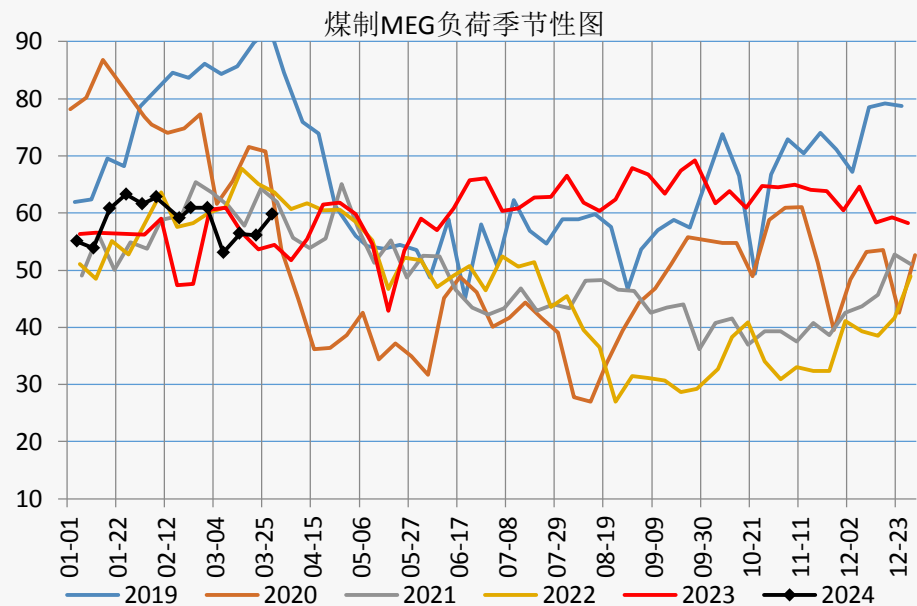
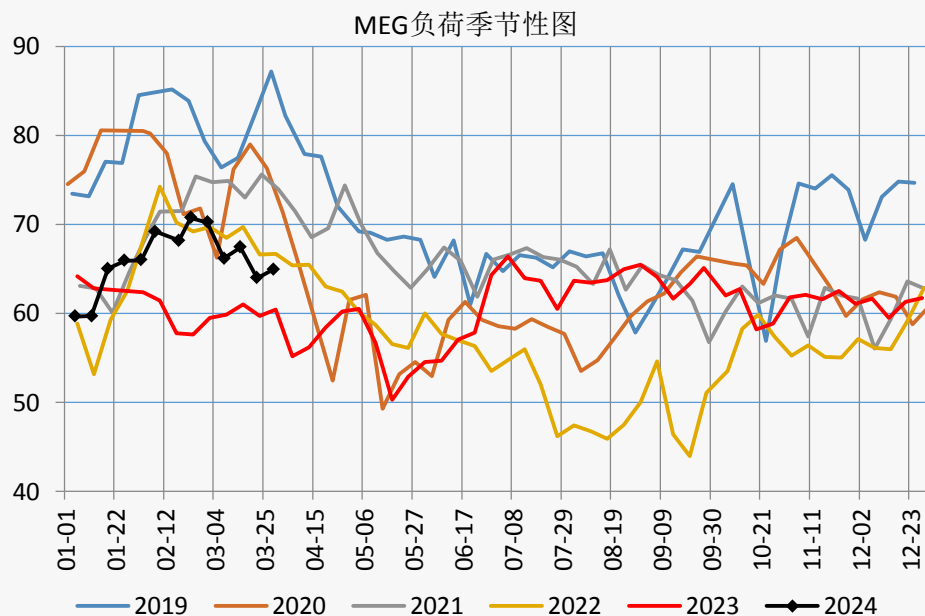
盛虹	连云港	90	一体化	2022.12月先投100，另外100在2023.2底3初投料，之后并行几天后开一条线
中石化海南炼化	海南	80	一体化	2023.2中已投产
三江石化	嘉兴	100	MTO	2023.5.17轻烃裂解投产，产能125万吨，乙二醇2023.5下
陕西榆林能集团	榆林	40	煤制	2023.5月中下旬多个单元开始试车，预计年底投产
新疆中昆		60	天然气	2023.Q4一条线
2023合计		370		
宁夏宝利能源（鲲鹏）	宁夏	20	煤制	2024年内
新疆中昆	新疆	60	天然气	2024年另一条线
中化学	内蒙	30		2024年Q4
裕龙石化	烟台	160	一体化	2024年底先投一条线80万吨
2024合计		270		

图：MEG产能增长情况



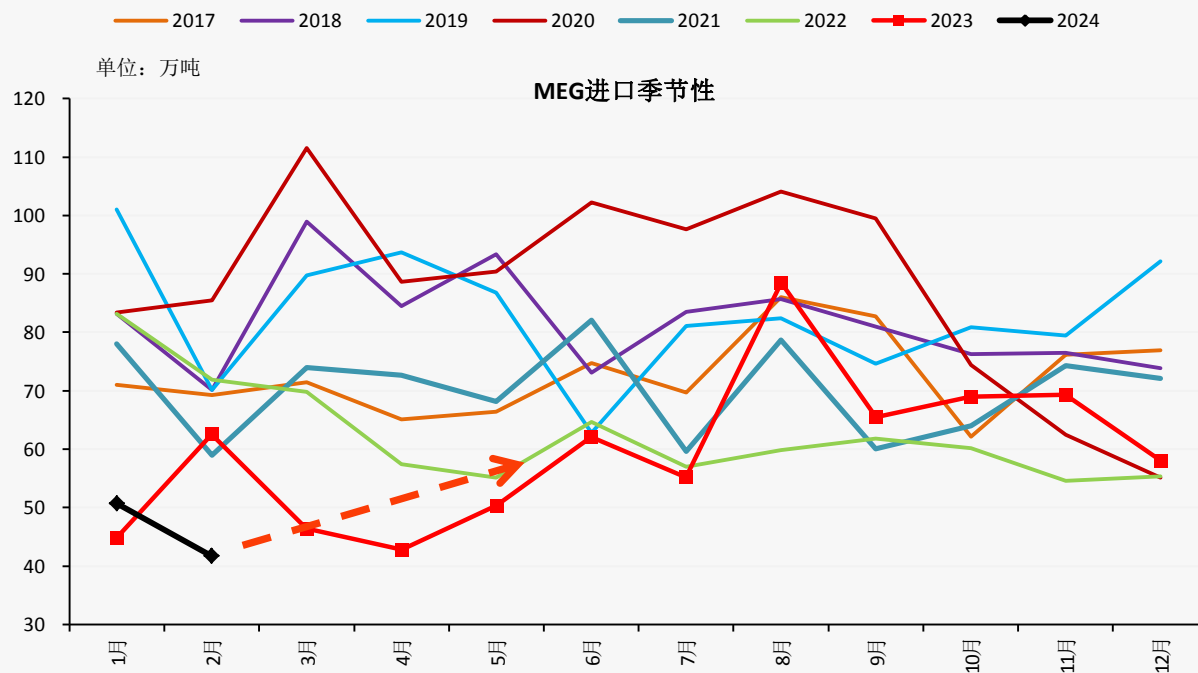
但存量产能仍过剩

- 去年12月中旬MEG价格在国产量较低+进口减少的背景下大涨，煤化工利润已经出现大幅修复，装置陆续重启。
- 近期MEG开工下滑属于季节性的检修。



进口预计低位回升

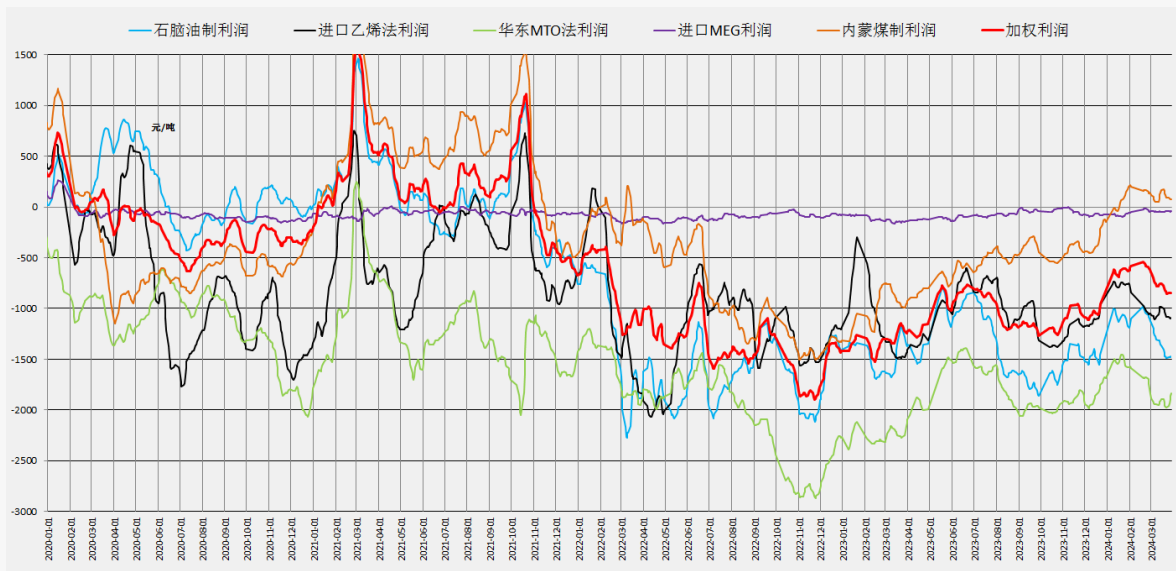
- 国外装置中，前期停车的装置基本回归，未来进口逐步抬升（沙特装置JUPC2的64万吨计划重启，Sharq 2的45万吨暂无重启计划，其余装置均恢复正常；北美装置大部分正常，美国南亚82.8万吨装置计划4月中重启）。



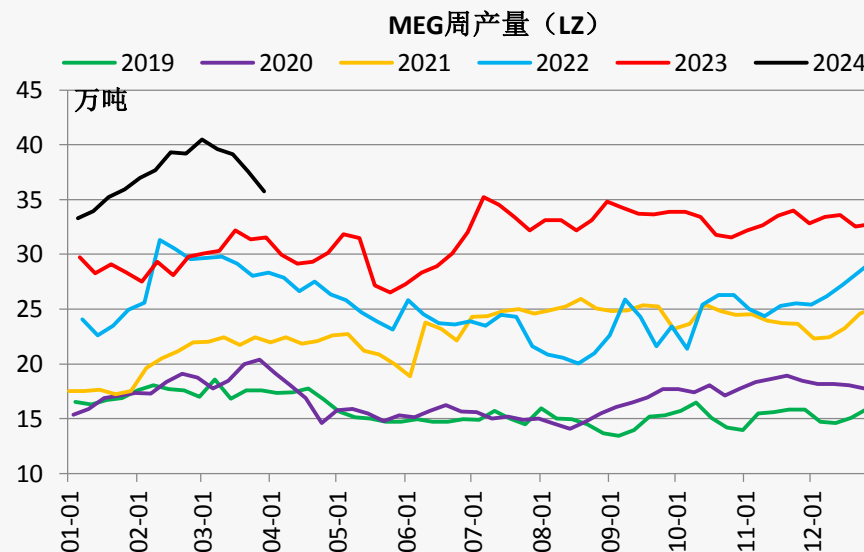
MEG各工艺利润分化

- 由于近期煤跌油涨，煤制MEG近期利润高位持稳，而油制MEG近期利润压缩明显
- 利润的不同驱动煤制开工后期可能维持高位，而油制可能会收到压缩，总体评估供应相对高位。

图：MEG利润



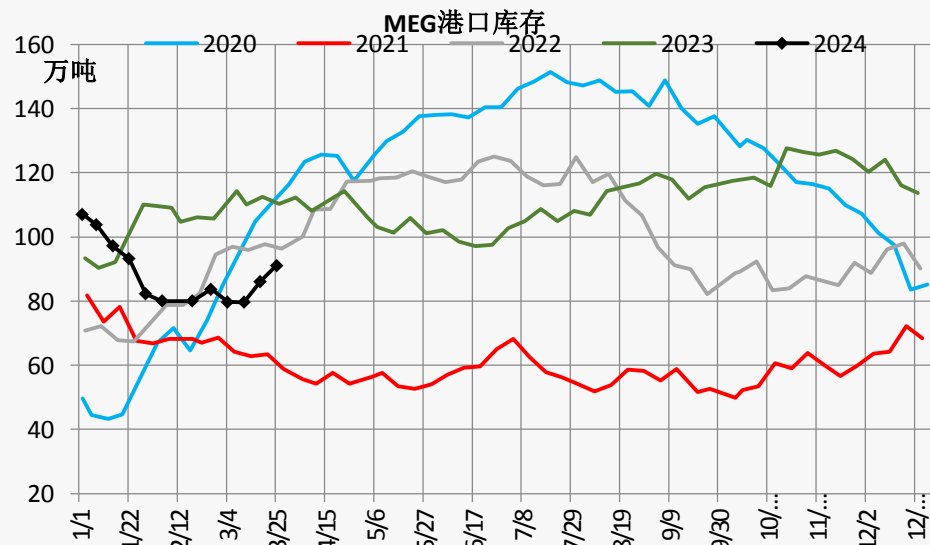
图：MEG周产量相对高位



MEG短期去库后或重回累库通道

- 3月份MEG社会去库，但主要在隐形库存，港口库存出现累积。4月在春检驱动下预计MEG仍偏去库，预计港口显性库存会下降，但随后随着MEG国内外供应量的回升或重回累库通道。
- EG2405合约在4450左右有一定的支撑，但由于预期的改变2409合约可能重新变回空头合约，需要关注供给端的超预期变化。

图：MEG港口库存



图：MEG平衡表

时间	国产量	进口量	出口量	聚酯消耗量	其他消耗量	库存变化	表观消费	表需增长	聚酯产量
Jan-23	132.1	44.87	1.77	132.66	14	28.54	175.20	-8.31%	396
Feb-23	119	62.54	0.29	146.06	14	21.20	181.26	-7.04%	436
Mar-23	136.6	46.49	1.17	186.26	14	-18.34	181.92	-7.80%	556
Apr-23	125.9	42.80	0.54	178.22	14	-24.06	168.16	-4.30%	532
May-23	127	50.39	0.36	188.27	14	-25.24	177.03	5.30%	562
Jun-23	126.8	62.15	1.47	192.63	14	-19.15	187.48	8.58%	575
Jul-23	149.8	55.17	0.40	202.01	14	-11.43	204.58	29.55%	603
Aug-23	150.5	88.49	0.62	204.02	14	20.35	238.37	54.09%	609
Sep-23	145.7	65.54	0.41	197.32	14	-0.49	210.82	32.92%	589
Oct-23	144.6	68.99	1.67	203.01	14	-5.09	211.92	22.96%	606
Nov-23	143.5	69.33	0.89	196.98	14	0.96	211.94	28.15%	588
Dec-23	152	58.04	0.58	207.37	14	-11.90	209.46	14.02%	619
Jan-24	158	50.73	1.48	201.67	14	-8.42	207.25	18.30%	602
Feb-24	158.4	41.70	1.58	175.54	14	8.98	198.52	9.52%	524
Mar-24	162.8	48.00	1.00	206.70	14	-10.90	209.80	15.33%	617
Apr-24	158.00	52	1	205.06	14	-10.06	209.00	24.29%	612
May-24	168.00	57	1	210.85	14	-0.85	224.00	26.53%	629
Jun-24	172.00	60	1	205.28	14	11.72	231.00	23.21%	613
Jul-24	177.00	60	1	213.41	14	8.59	236.00	15.36%	637

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：www.ydqh.com.cn