

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

下游春节负荷逐步降低 PTA/MEG 进入震
荡行情

一德期货 郑邮飞
投资咨询号: Z0010566
郑玉洁
从业资格证: F3054845

1、核心逻辑：

- (1) PTA&MEG 短期核心逻辑：春节前的焦点仍然在于聚酯以及织造需求的季节性走弱，前期超跌后随着宏观边际利好的出现前两周出现了一波修复行情，但从1月中旬开始，聚酯以及织造逐步降低负荷进入春节行情，基本面难有较大的利好驱动，或进入震荡行情，时间点在2月下旬之前。但中长期看，3月份聚酯存在复工预期，PTA 库存低，边际供给有限，战略做多存在较大的胜率，2月前后弱出现调整低位，依然可战略做多。MEG 的基本面要弱于 PTA，库存高，同时短期又难看见供给开工下降，但从成本利润角度看目前已经打至煤化工的完全成本（当然停车需要考虑较多因素，理论上参考可变成本，而短期 MEG 价格显然还未跌至可变成本），煤化工企业已经较为难受，叠加2季度本来就是 MEG 企业检修的季节，亏损或将推动其大规模进行检修，从而减轻供给压力，同时下游聚酯的复工，对于 MEG 需求将有较好的支撑，因此尽管 MEG 弱于 PTA，但在上半年大幅打压的动力亦不足。但大幅推涨也动力不足。当然需要参考其库存变动情况。

PTA：供给方面，1月有几套装置正在或计划检修，包括逸盛大连 220 万吨正在检修，三房巷 120 万吨 12.25-1.9 检修，华彬 140 万吨 1 月下旬检修 10 天，以及 1 月份恒力 220 万吨计划检修（未落实，可能推迟，预计 2 月检修概率大），嘉兴石化 220 万吨 1 月份检修预计推迟至 2 月份，暂不确定。如果 1 月份福海创另一半负荷 225 万吨开出，将必定处于累库过程，如果开不出，仍处于紧平衡或稍微偏宽松的阶段。2 月份由于春节原因将大幅累库，3 月份累库概率看聚酯恢复情况，目前预计累库幅度不是很大。

MEG：供给方面本周总开工环比降低，目前 MEG 几套装置在 12 月底检修导致开工下滑，主要影响在 1 月份，2 月份目前暂未听到检修计划。但是由于需求弱势，几套检修并不能改变供需关系，未来几个月仍处于累库状态，特别是 2 月份累库相当明显。PS：需要注意的是目前 MTO 工艺和乙烯工艺亏损，三江石化（MTO 工艺）停车就是例证。煤制已经触及完全成本，当然理论上是否停车要看是否跌穿变动成本，后面需要关注煤制开工率。

- (2) 内外价差：PTA 目前处于倒挂阶段，且大幅倒挂，处于近年来新低。
MEG 目前仍处于倒挂阶段。
1.25MEG-EO 价差：目前处于近几年以来的边界水平（-2000 至-1500 左右），关注部分装置转产 EO。
- (3) 需求方面，聚酯开工本周略有走低（83.9，-0.9），织造开工下滑。预计 1 月中下旬开始，终端织造陆续放假，同时聚酯开工亦将大幅走低。
- (4) 利润方面，PX 加工差近期再次大幅修复至 520 美金附近。PTA 加工费本周压缩聚酯方面，本周聚酯各品种除 POY 下滑明显（目前处于亏损）外其他利润基本持稳，仍处于较好的利润水平。织造端利润不佳。
MEG 方面，煤制 MEG 接近完全成本，MTO 工艺亏损已持续一段时间，本周 MEG 价格弱势震荡，各工艺利润仍在压缩，其中乙烯制由于乙烯近期大跌导致利润有所修复。
- (5) 库存方面，PTA 环节本周开始进入累库阶段（累库拐点），社会库存绝对量 90 万吨左右；
MEG 港口库存本周再次上升 4.9 万吨至 83.4 万吨。
聚酯环节本周产销周中尚可，周五回落，库存出现一定的降低。织造端库存本周降低，处于历史同期相对低位。

(6) 成本方面，原油短期反弹。PX 短期腾龙芳烃开车，但预计 2 季度有不少检修，对于加工费有一定支撑。PX 加工差在下游需求不佳的情况下短期内再次大幅扩大亦存在困难。

MEG：煤价近期亦随工业品出现下跌。

(7) 中期看一季度 PTA 大幅累库将是大概率事件。但介于绝对库存较低，且 2019 年前三季度基本无新产能，而下游聚酯仍有新产能投放，预计 2019PTA 仍处于紧平衡。

MEG 一季度库存在开工高位，需求未能出现大幅好转情况下累库概率高。二季度目前有检修预期，煤化利润不佳或加速检修进程，但目前报出的检修计划仍不多。MEG 由于处于产能投放周期中，全年看弱势明显，但后期需要关注绝对价格大幅下跌至煤制成本导致装置检修停车，以及新产能延迟投放所带来的供给收缩或压力后移。

(8) 操作上：

PTA 方面：前期超跌+宏观边际利好近期已兑现，一季度基本面较差，驱动较弱，春节前后或再次存在震荡回调，但战略做多 PTA1905 胜率较大，关注 5700 一线支撑。跨期关注 5-9 正套，100 以下入场。

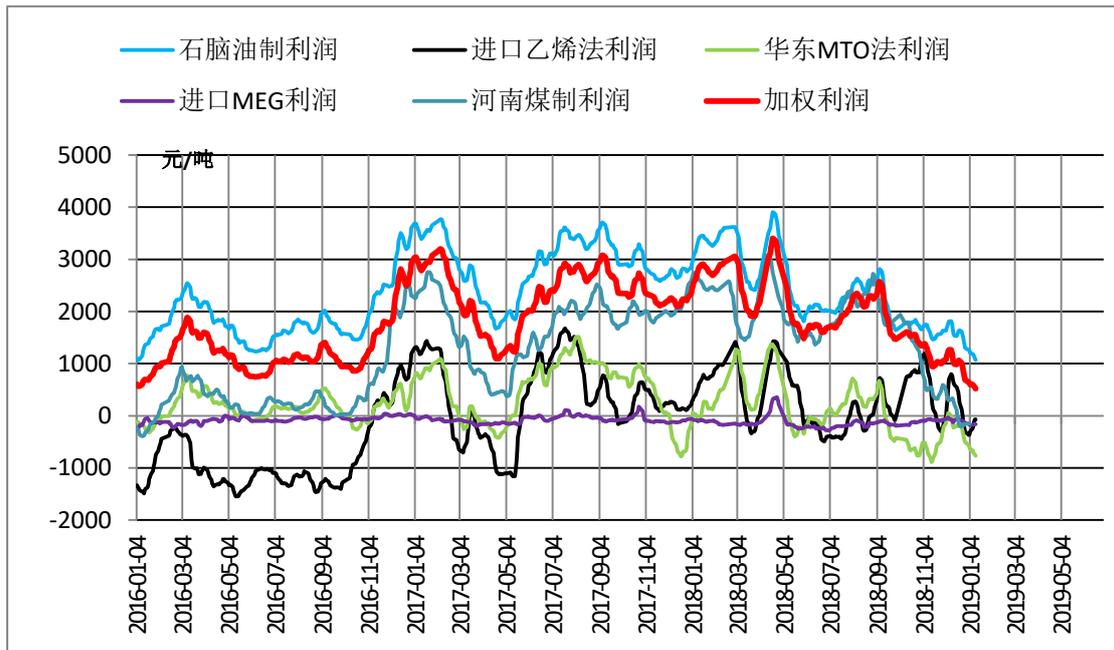
MEG 方面：3 月份之前处于累库过程。同时高库存亦是压制其反弹的重要因素，其基本面弱于 PTA。但是低价使得煤化工比较难受，2 季度存集中检修预期，亦存在支撑。但是在库存未消化前大幅做多亦存在阻力。大周期上 MEG 供给不同于 PTA 明年仍有新增产能投放，长期弱于 PTA。但是短期看价格超跌，波动性下降，操作上单边空单离场，节后等待做多机会，跨期套利可以空纸货 2-3 月（目前已经盈利中），多 1906，等待 6-9 平水或者 6 月贴水后的正套机会。长周期跨品种套利方面可关注空 MEG 多 PTA 操作（TA1905-EG1906 等待价差修复至 500 左右仍可入场），但需关注 MEG 产能投产进程。

另外，关注春节后 MEG 利润修复，可多 MEG 空 ZC。

(9) PTA 产业链各环节利润一览

日期	NAP-BRENT	周平均	周涨跌	PX-NAP	周平均	周涨跌	PX-MX	周平均	周涨跌	PTA 现货加工费	周平均	周涨跌	PTA 主力加工费	周平均	周涨跌	PTA 美金加工费	周平均	周涨跌	FET 加权利润	周平均	周涨跌	产业链利润	周平均	周涨跌
2019-01-10	24			551			351			701			989			114			328			1750		
2019-01-09	14			546			340			736			886			125			290			1696		
2019-01-08	24	28	-15	519	520	39	327	336	31	847	824	-168	767	844	-35	142	138	-54	359	335	-123	1685	1702	-5
2019-01-07	44			501			335			881			826			146			346			1731		
2019-01-04	36			485			327			954			950			162			349			1648		
2019-01-03	23			480			301			984			869			174			428			1557		
2019-01-02	28			468			288			995			931			205			541			1510		
2018-12-28	72	43	-24	462	481	-46	294	305	90	1003	992	-18	840	879	16	193	192	15	481	457	118	1784	1707	-505
2018-12-27	69			482			313			983			868			192			433			1888		
2018-12-26	24			512			332			996			885			196			403			1794		
2018-12-25	87			517						850			882			170			451			2119		
2018-12-24	87			517						975			850			180			397			2246		
2018-12-21	62	67	19	517	527	-21	348	215	-174	1090	1011	44	940	862	52	185	177	17	354	339	158	2183	2211	37
2018-12-20	59			535			357			1084			934			177			259			2290		
2018-12-19	41			548			371			1054			906			172			233			2219		
2018-12-18	62			550			381			1040			868			166			184			2365		
2018-12-17	50			548			387			982			835			159			121			2210		
2018-12-14	53	48	12	546	547	-1	399	389	33	943	967	29	758	810	-46	155	160	2	165	181	76	2174	2175	111
2018-12-13	30			549			390			950			795			162			210			2045		
2018-12-12	45			544			390			919			795			158			226			2079		
2018-12-11	35			550			368			957			773			160			190			2096		
2018-12-10	52			551			371			952			830			148			122			2211		
2018-12-07	24	36	-6	561	548	53	364	356	58	1011	938	204	942	856	203	152	158	-14	57	105	-100	2141	2064	516
2018-12-06	37			543			345			1002			830			164			52			2097		
2018-12-05	30			537			331			767			903			164			105			1775		
2018-12-04	46			497			310			722			728			168			127			1568		
2018-12-03	49			474			288			791			700			178			171			1508		
2018-11-30	45	42	12	498	495	-36	303	298	-5	728	734	30	623	653	213	170	172	5	239	206	-94	1585	1548	-141
2018-11-29	24			508			293			730			614			173			251			1511		
2018-11-28	45			500			295			696			599			168			240			1568		

(10) MEG 各工艺利润走势



(11) 商品整体走势

技术上看，文华商品指数周线企稳中，日线短期反弹，资金短期又有入场迹象。化工指数下跌后已经一个半月处于震荡走势中。

一、供需面

图 1: PTA 供需预测:
聚酯产量预测

聚酯	2012	2013	2014	2015	2016	2016同比	2017	2017同比	2018	2018同比	2019	2019同比
1月	235.00	262.00	245.00	294.00	266.00	-9.52%	320.00	20.30%	365.00	14.06%	367.43	0.67%
2月	232.00	227.00	215.00	236.00	234.00	-0.85%	285.00	21.79%	301.00	5.61%	336.06	11.65%
3月	224.00	265.00	272.00	288.00	309.00	7.29%	336.00	8.74%	372.00	10.71%	415.88	11.80%
4月	226.50	258.00	283.00	313.00	320.00	2.24%	334.00	4.38%	384.00	14.97%	428.59	11.61%
5月	230.00	283.00	305.00	325.00	333.00	2.46%	341.00	2.40%	406.00	19.06%	447.06	10.11%
6月	235.00	277.00	272.00	295.00	316.00	7.12%	337	6.65%	399.00	18.40%	429.80	7.72%
7月	244.00	283.00	266.00	291.00	325.00	11.68%	354	8.92%	411.00	16.10%	440.93	7.28%
8月	253.00	272.00	255.00	288.00	303.00	5.21%	355	17.16%	410.00	15.49%	433.11	5.64%
9月	260.00	264.00	260.00	301.00	284.00	-5.65%	349	22.89%	366.00	4.87%	413.41	12.95%
10月	256.00	264.00	286.00	303.00	325.00	7.26%	372	14.46%	372.00	0.00%	437.99	17.74%
11月	252.00	253.00	292.00	291.00	318.00	9.28%	360	13.21%	386.00	7.22%	436.13	12.99%
12月	260.00	262.00	300.00	298.00	326.00	9.40%	367	12.58%	401.00	9.26%	448.43	11.83%
聚酯	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019				
产量	2907.50	3170.00	3251.00	3523.00	3659.00	4110.00	4573	5034.82				
产量增速		9.03%	2.56%	8.37%	3.86%	12.33%	11.27%	10.10%				
产能增速	15.63%	10.95%	7.62%	2.20%	1.55%	4.97%	11.72%	7.10%				

图 2: PTA 供需平衡表

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	表观需求同比增长
2017-09	303.00	8.47	301.89	12.00	3.67	307.80	313.89	-6.08	349.00	307.80	20.88%
2017-10	311.00	5.23	321.78	13.00	1.70	314.53	334.78	-20.25	372.00	314.53	13.99%
2017-11	301.00	5.46	311.40	11.00	4.92	301.54	322.40	-20.86	360.00	301.54	3.83%
2017-12	330.00	7.04	317.46	12.00	4.67	332.37	329.46	2.91	367.00	332.37	12.44%
2018-01	334.00	7.58	315.73	11.00	7.12	334.46	326.73	7.73	365.00	334.46	8.28%
2018-02	316.00	6.12	260.37	10.00	4.65	317.47	270.37	47.10	301.00	317.47	15.33%
2018-03	350.00	8.56	321.78	12.00	6.69	351.86	333.78	18.08	372.00	351.86	15.49%
2018-04	342.00	5.64	332.16	12.00	5.96	341.69	344.16	-2.47	384.00	341.69	21.62%
2018-05	334.00	4.82	351.19	12.00	6.28	332.54	363.19	-30.65	406.00	332.54	15.50%
2018-06	326.00	4.29	345.14	12.00	9.47	320.82	357.14	-36.32	399.00	320.82	16.70%
2018-07	356.00	4.26	355.52	13.00	9.08	351.18	368.52	-17.33	411.00	351.18	25.39%
2018-08	363.00	5.77	354.65	12.00	9.99	358.77	366.65	-7.88	410.00	358.77	15.95%
2018-09	350.00	12.24	316.59	13.00	8.06	354.18	329.59	24.59	366.00	354.18	15.07%
2018-10	330.00	6.31	321.78	13.00	5.87	330.44	334.78	-4.34	372.00	330.44	5.06%
2018-11	317.00	5.40	333.89	13.00	5.62	316.78	346.89	-30.11	386.00	316.78	5.05%
2018-12	347.00	6.00	346.87	13.00	7.00	346.00	359.87	-13.87	401.00	346.00	4.10%
2019-01	361.00	6.50	317.83	13.00	8.00	359.50	330.83	28.67	367.43	359.50	7.49%
2019-02	362.00	6.50	290.69	13.00	8.00	360.50	303.69	56.81	336.06	360.50	13.55%
2019-03	380.00	6.50	359.73	13.00	8.00	378.50	372.73	5.77	415.88	378.50	7.57%

图 3: MEG 供需平衡表

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-18	54.7	83.96	0.03	122.28	9	7.36	138.64	12.69%	365
Feb-18	53.9	70.72	0.02	100.84	9	14.76	124.60	4.66%	301
Mar-18	59.9	98.97	0.03	124.62	9	25.22	158.84	30.12%	372
Apr-18	51.5	84.45	0.03	128.64	9	-1.72	135.92	18.62%	384
May-18	43.4	93.38	0.04	136.01	9	-8.26	136.75	23.46%	406
Jun-18	44.8	73.10	0.04	133.67	9	-24.80	117.86	-0.45%	399
Jul-18	54.7	83.48	0.04	137.69	9	-8.54	138.14	13.74%	411
Aug-18	63.6	85.66	0.04	137.35	9	2.88	149.23	5.79%	410
Sep-18	62.8	80.94	0.03	122.61	9	12.10	143.71	5.16%	366
Oct-18	67.5	76.00	0.00	124.62	9	9.88	143.50	23.08%	372
Nov-18	66.1	77.00	0.08	129.31	9	4.71	143.02	12.58%	386
Dec-18	70.2	80.00	0.03	134.34	9	6.83	150.17	15.41%	401
Jan-19	71.00	80	0.05	123.09	9	18.86	150.95	8.88%	367
Feb-19	70.00	80	0.05	112.58	9	28.37	149.95	20.35%	336
Mar-19	70.00	80	0.05	139.32	9	1.63	149.95	-5.60%	416

1、供给面（PTA）

PTA检修损失统计		
装置	产能	备注
福化福海创	450	2252018.11.15短停8天,另一半于1月初重启,第一季度开工8成,1月上旬提升负荷;腾龙芳烃已于12月25日晚出料,但近日仍在试车调试中,PX负荷逐步提升,预计至1月中旬PTA负荷开始逐渐提升
仪征化纤	35	正常运行,原计划12.23-1.23检修,预计延后至大线重启
	65	10.16停车检修,已于1.6日已重启,目前正常运行
逸盛(宁波)	65	9.30起停车检修,12.10重启
逸盛(大连)	225	11.25起停车检修,计划1.20左右重启
逸盛海南	200	2018.10.21检修两周,11.4重启。11月周内短停3天
恒力大连	220	目前正常运行,1月份检修15天,可能延迟
亚东石化	75	11.13-11.27停车检修,目前已经重启
珠海BP石化	110	10.18-11.23停车,目前已正常运行
汉邦石化	70	2018.10.27故障停车,11.13重启
亚东石化	75	2018.11.13-11.28检修
珠海BP	110	2018.10.18停车,11.22重启
扬子石化	35	11.1停车,预计1月份无法重启
嘉兴石化二期	220	目前正常运行,此前计划于1月中停车7-10天,预计推迟
三房巷	120	12.25-1.9起停车检修,1.10出料
华林石化	140	目前正常运行,计划1月下旬前后停车检修10天
蓬威石化	90	于1.6停车检修,预计检修10天左右

供给面 (MEG)

MEG 检修统计 (1.11更新, 截止1.10日数据)			
装置	产能	当前开工率	备注
检修或降负			
河南煤业(洛阳)	20		12.9因故停车, 检修时长待定
安徽红四方	30		12.25停车检修20天左右
三江	15		2018.12.24-2019.1.30检修
黔西煤化工	30		12.25起检修10天, 2019.1.4出料重启, 负荷提升中
通辽金煤	30		2019.1.3-1.10停车检修
河南煤业(新乡)	20		停车中, 有计划在2019.1.10左右重启
利华益	20		1.8晚停车检修, 预计检修时长3-4天
检修复工			
河南煤业(濮阳)	20		运行中
华鲁恒升	5		运行中
北方化学	20		年内无大修, 小修时间待定
中石化湖北化肥	20		2018.12.26停车检修5-7天, 2019.1.3运行中
易高煤化工	12		12.24重启, 此前于10月中旬停车检修, 目前已于2019.1.2恢复
新疆天业	5		12月份两条线轮修, 目前逐步恢复中
	20		运行中
新抗能源	30		计划春节前扩容到40万吨, 期间不停车
天盈(新疆)	15		2018.12月初出料, 开工5-6成, 预计3月之后提升负荷
福炼	40		此前于11月12日附近停车, 已于12.17日重启, 2019.1.4因故降负, 开工7成, 预计持续一周, 此前开工6成; 1.10满负荷运行
远东联	50		12.25开工9成偏上, 12.28满负荷运行中
预期检修			
扬子巴斯夫	34		目前满负运行, 检修计划2019.4.9-4.13
阳煤寿阳	22		2019.4计划年度检修(半个月)
中海壳牌	40		11月检修20天

图: MEG 开工季节走势

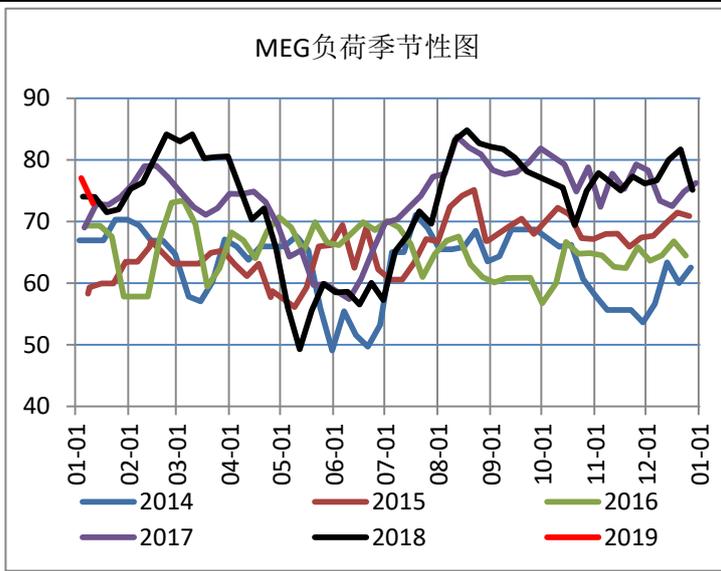


图: 煤制 MEG 开工季节走势

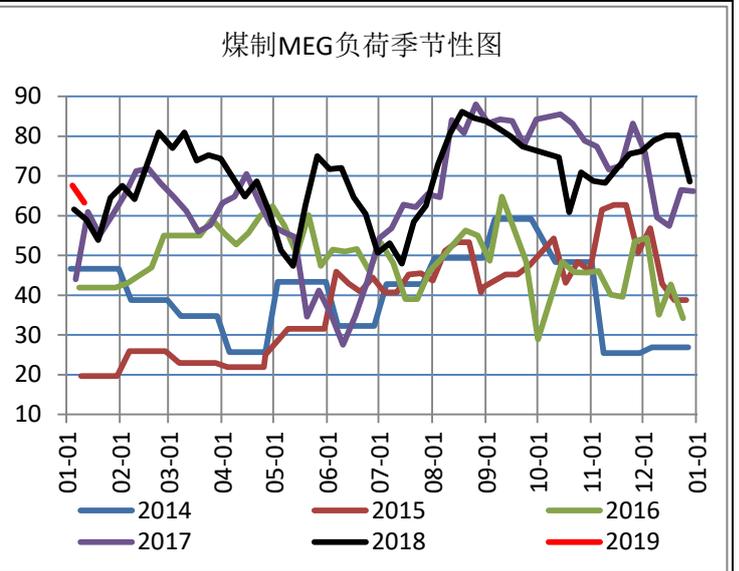


图: MEG 进口季节走势

图: MEG 进口毛利与进口量

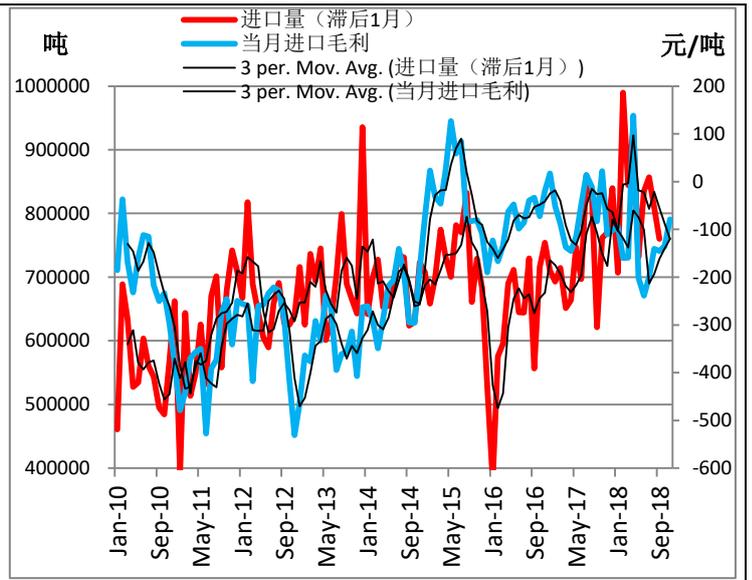
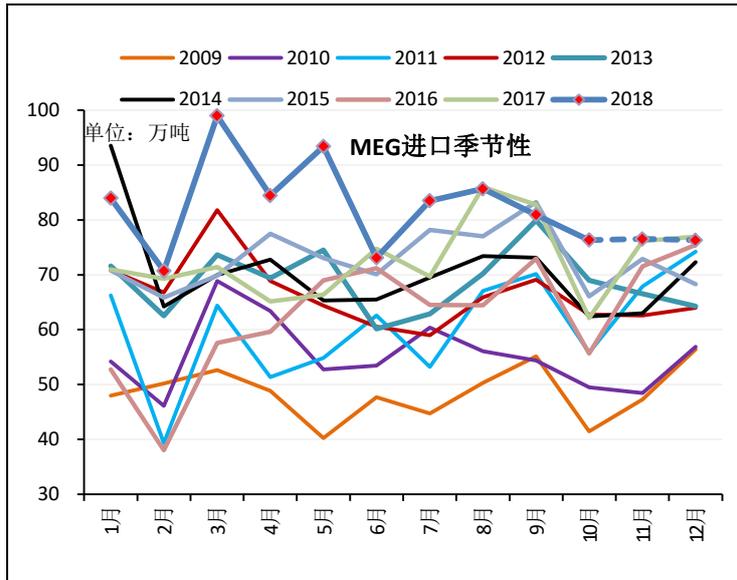


图: MEG 与 EO 价差

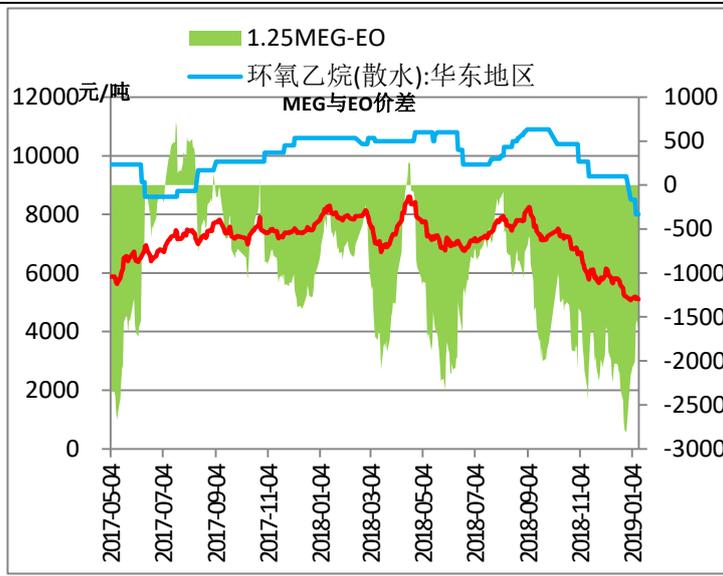
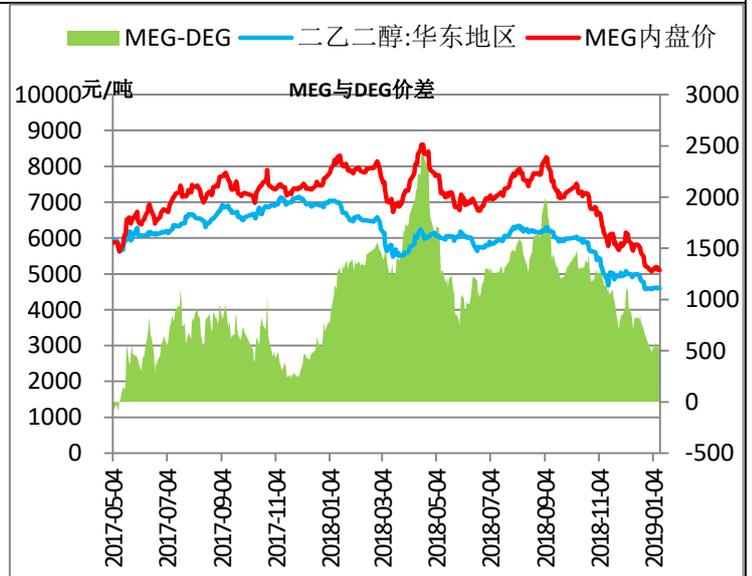


图: MEG 与 DEG 价差

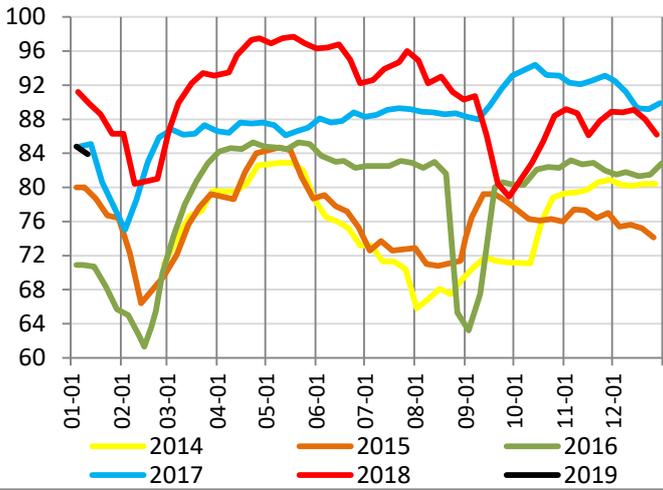


2、需求面

图: 聚酯开工季节走势

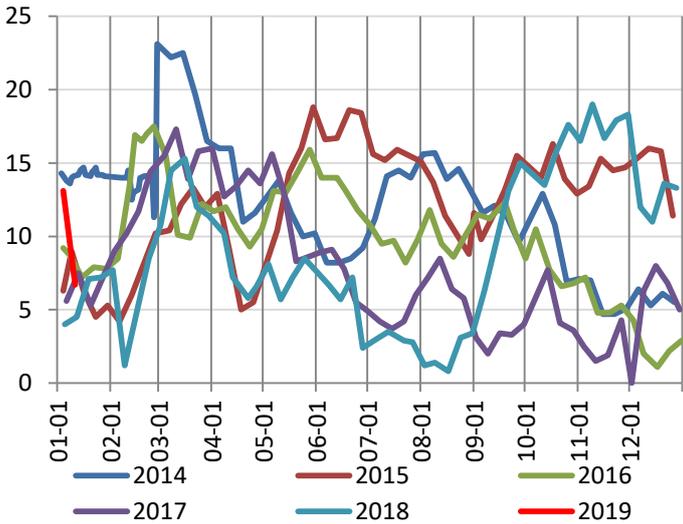
图: 织造开工季节走势

国内聚酯开工率季节性走势图



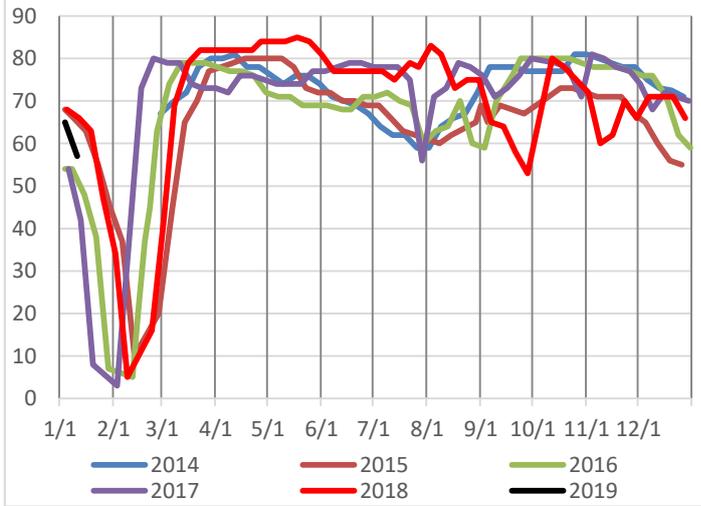
图：聚酯库存（POY）

涤纶长丝POY库存指数



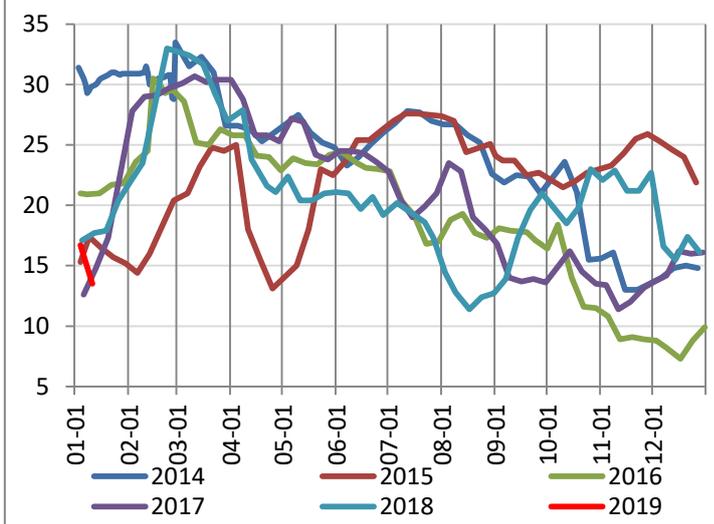
图：聚酯库存（FDY）

江浙织机开工率季节性走势

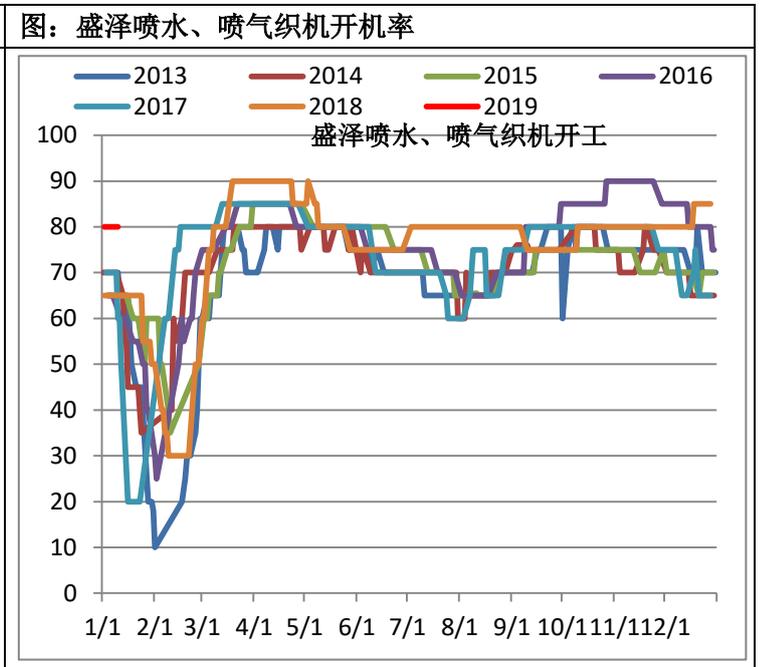
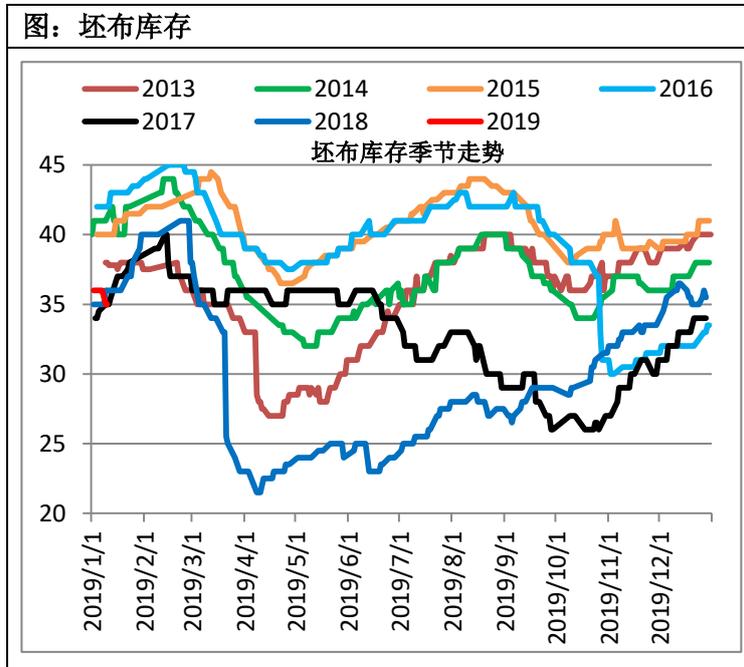
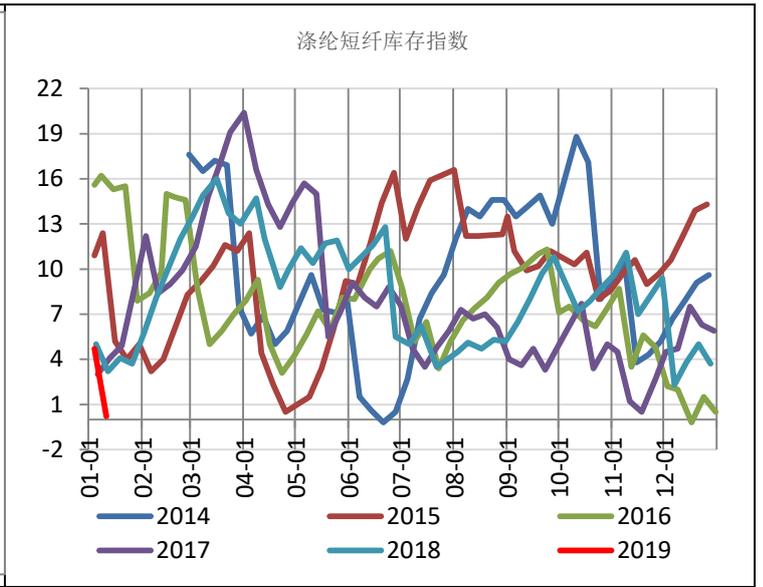
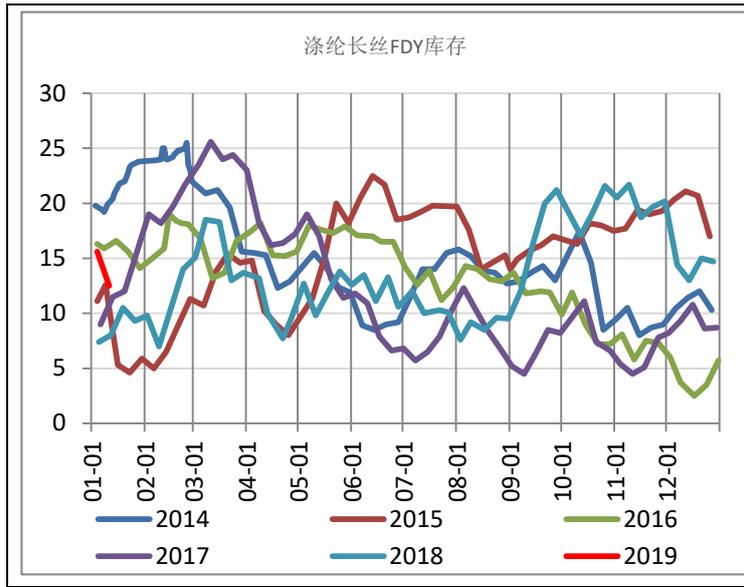


图：聚酯库存（DTY）

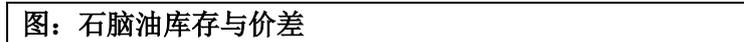
涤纶长丝DTY库存指数



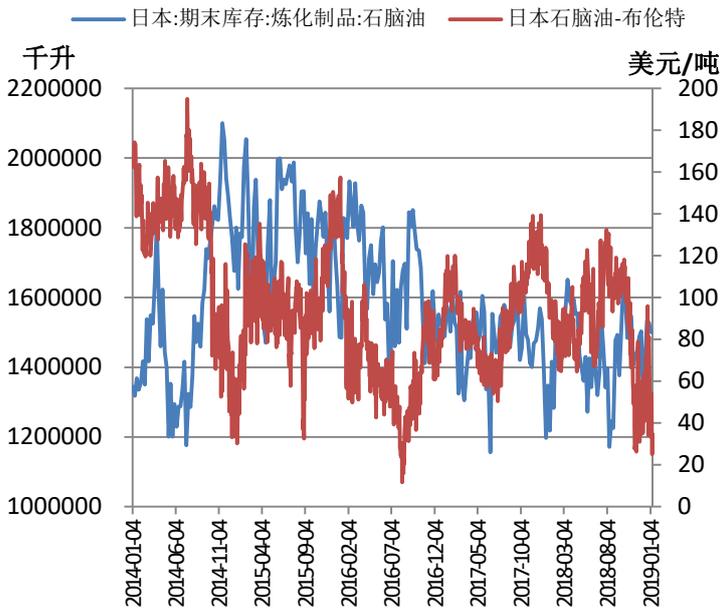
图：聚酯库存（涤纶短纤）



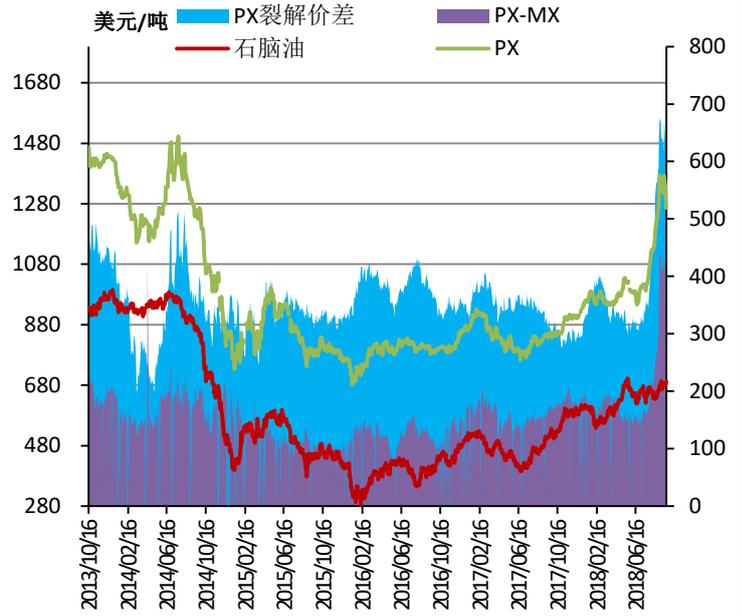
二、成本面



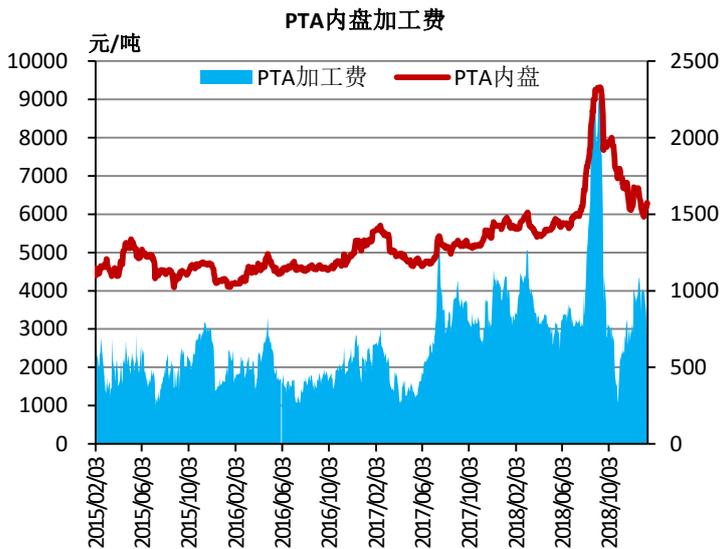
石脑油库存与价差



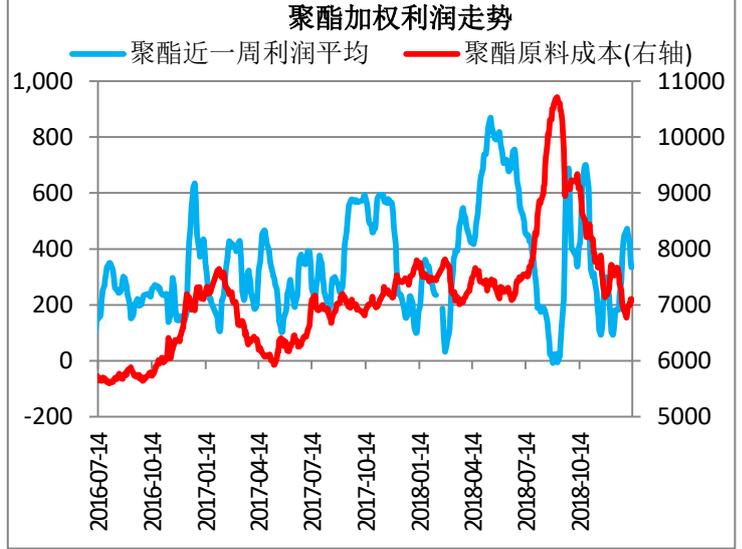
PX价格与裂解价差走势



图：PTA 加工费

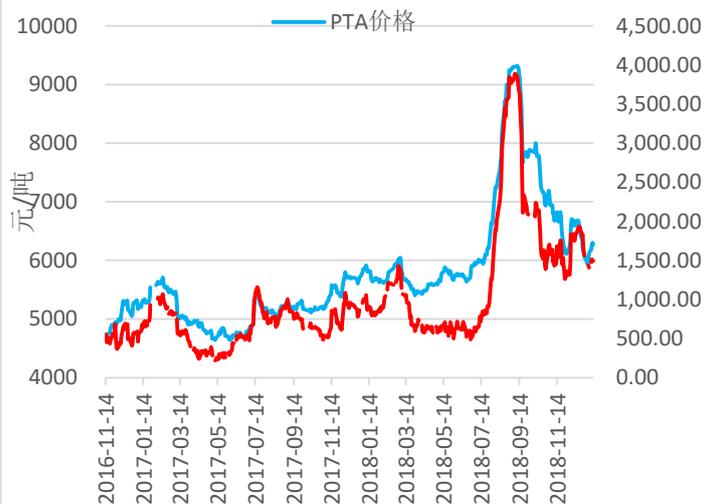


图：聚酯利润加权走势

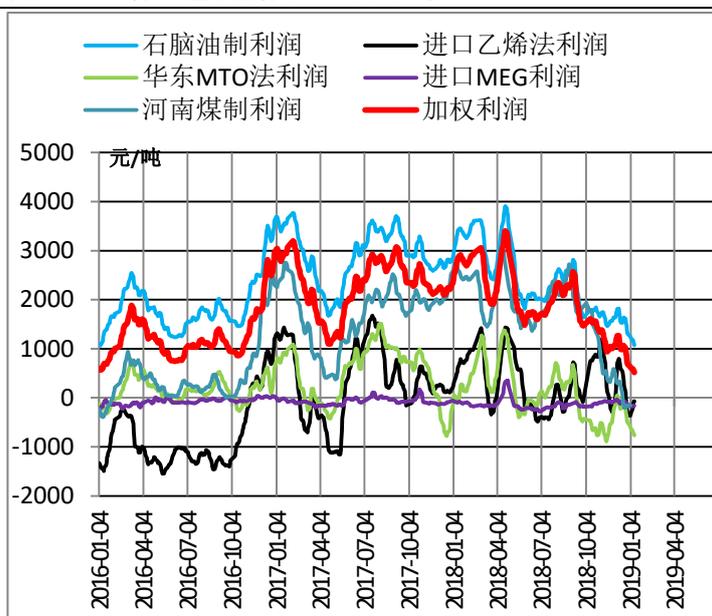


图：PTA-原油产业链总利润

PTA-原油产业链总利润

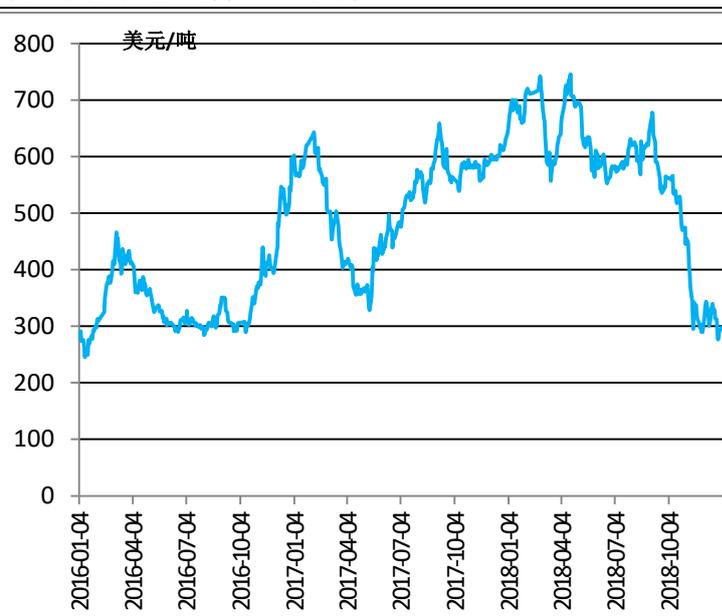


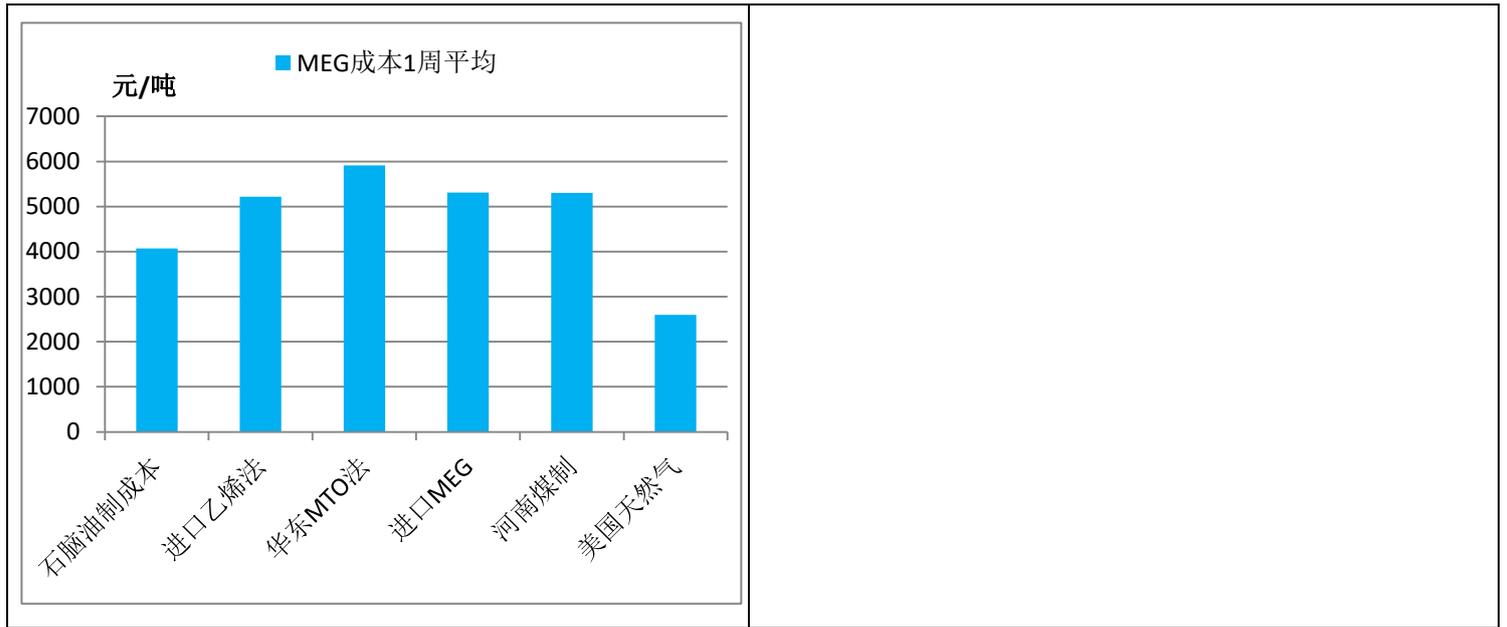
图：MEG 各工艺利润图（一周平均）



图：MEG 各路径成本对比

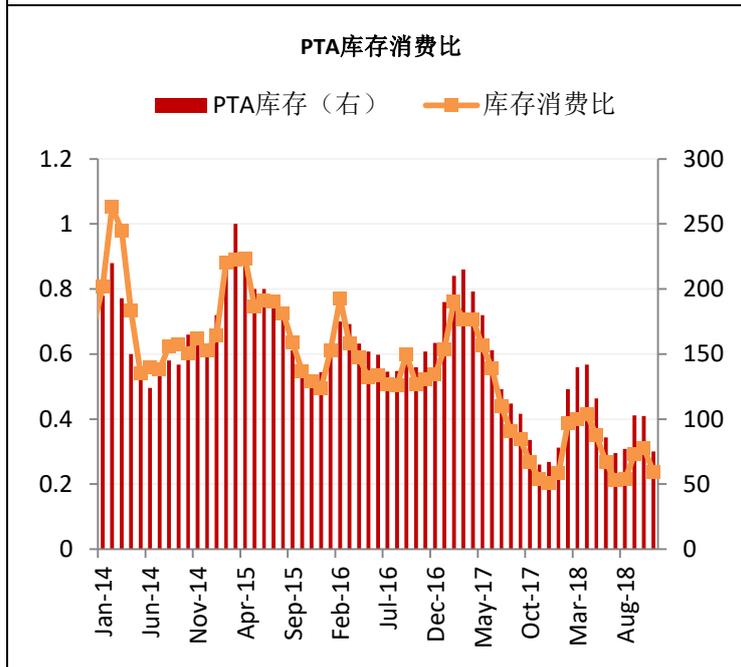
图：美国天然气制 MEG 利润



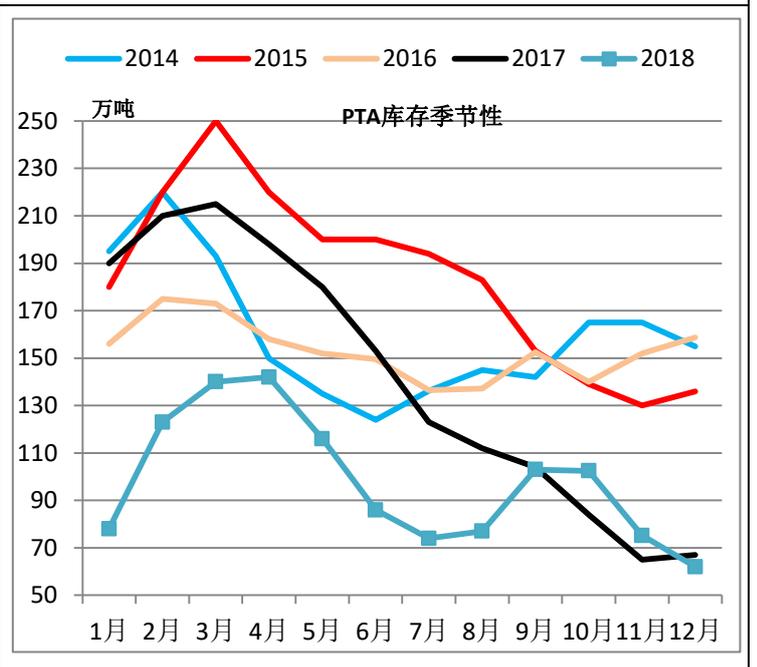


三、PTA 库存

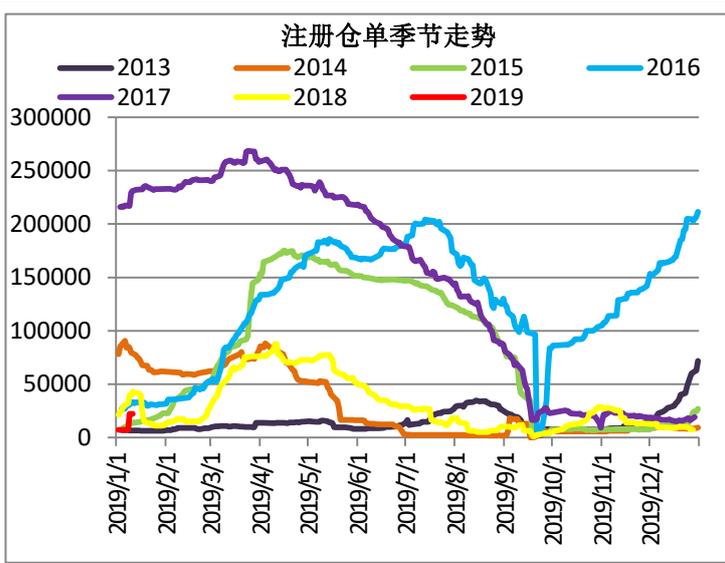
图：PTA 库存消费比



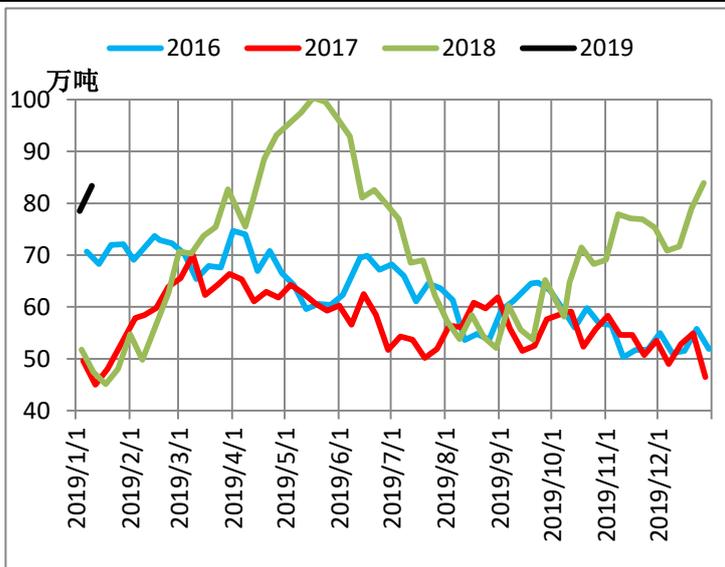
图：PTA 库存季节性



图：PTA 注册仓单量



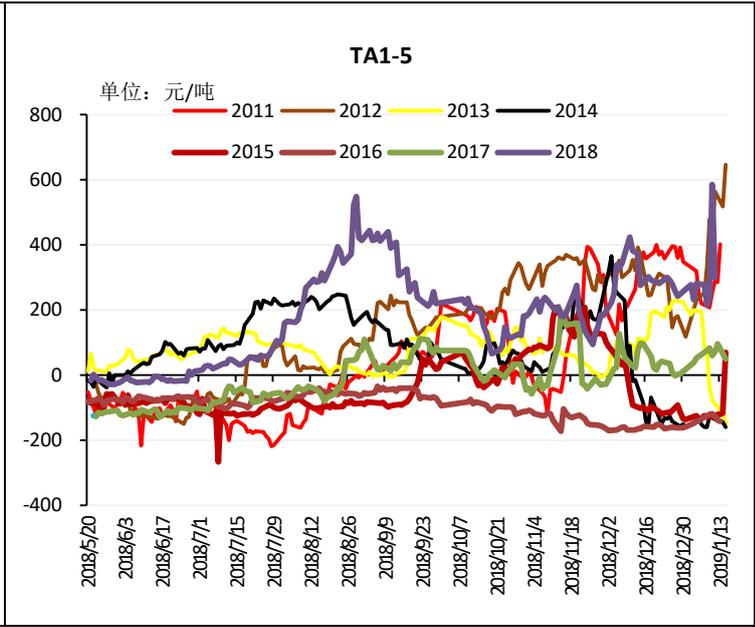
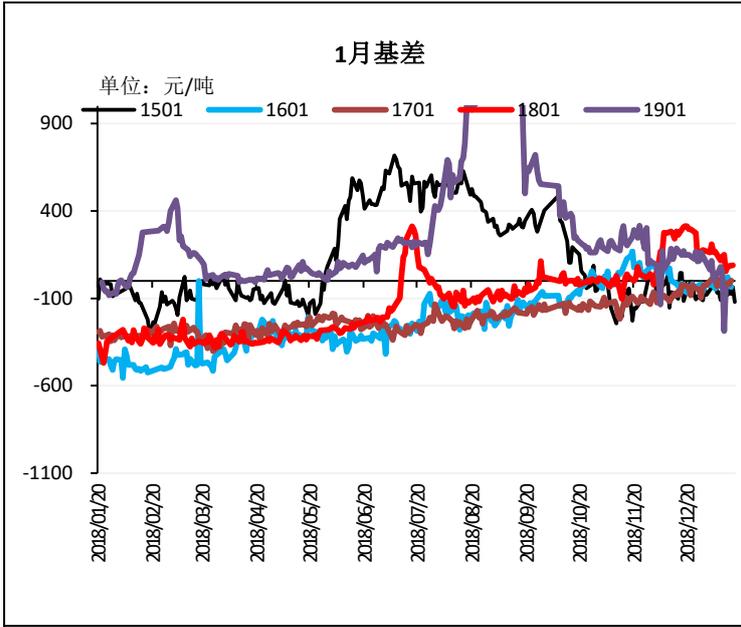
图：MEG 港口库存季节走势



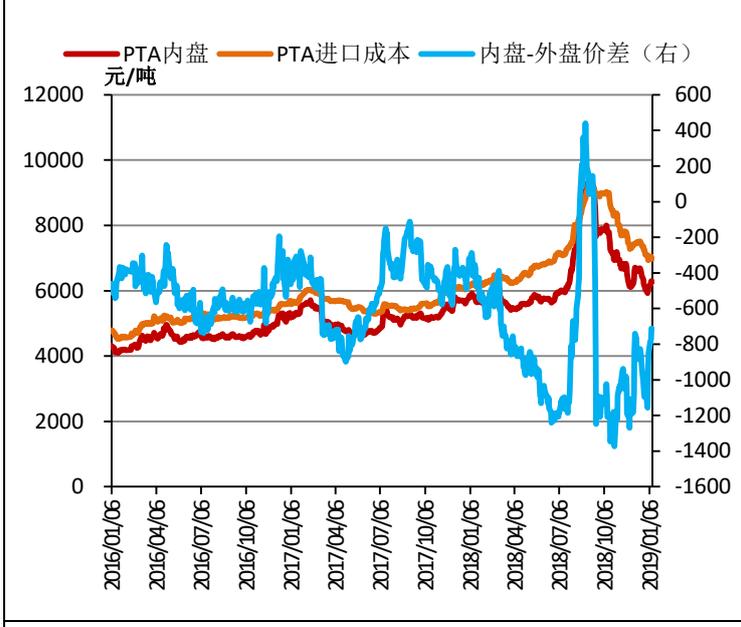
四、期限/价差结构

图：PTA1 月基差

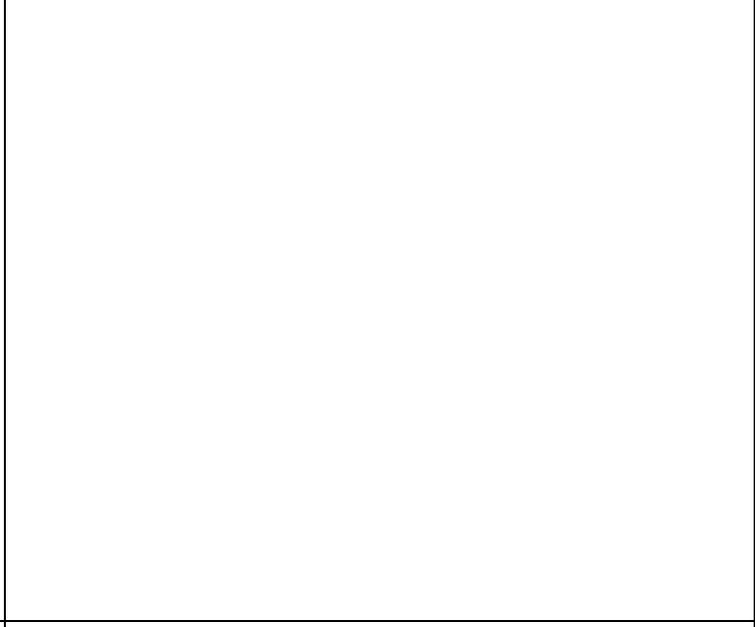
图：PTA1-5 价差



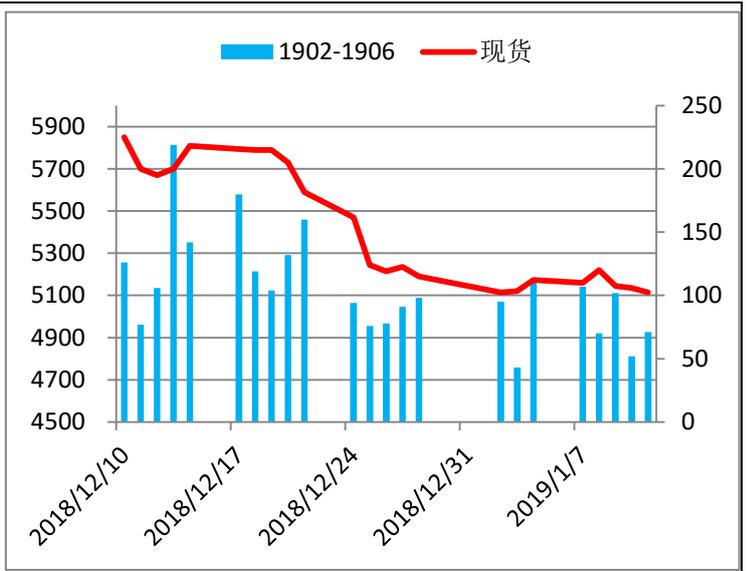
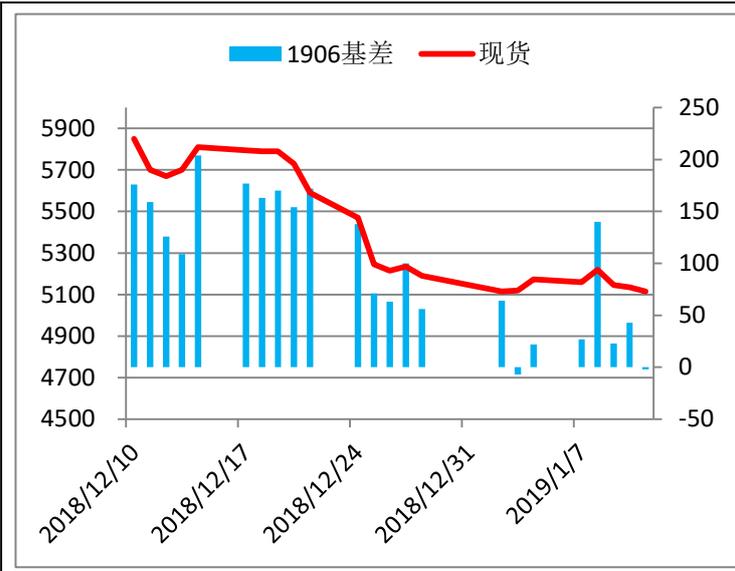
图：PTA 内外价差



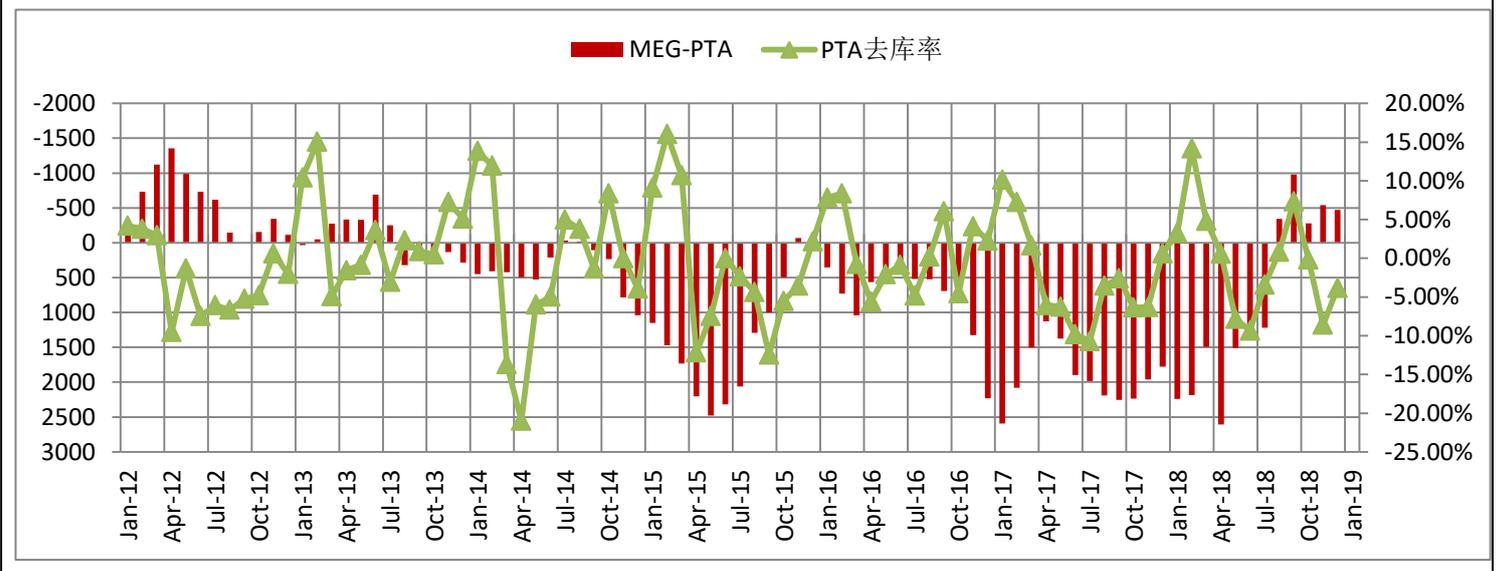
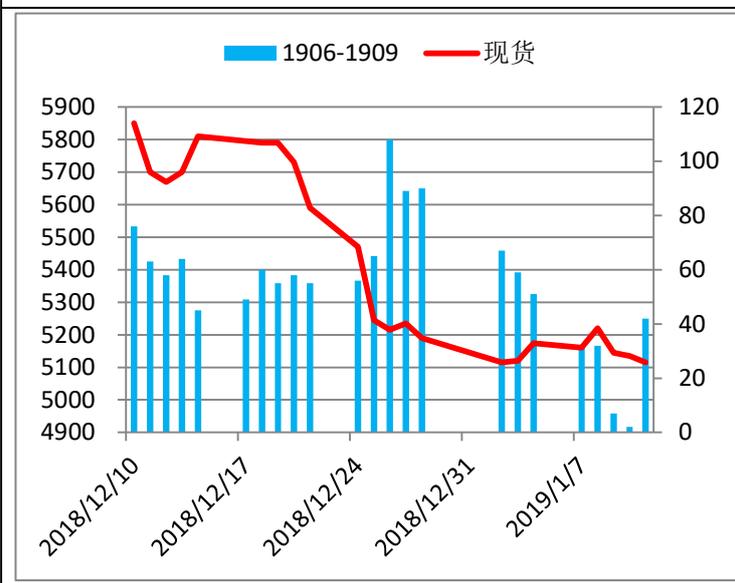
图：MEG1906 基差



图：华西盘 1903-大连 1906



图：MEG1906-1909



五、技术图表

图：PTA 技术图表



图：MEG 技术图表



一德期货 郑邮飞 15620964101
 郑玉洁 13884415365