

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

恒力开车消息继续影响 PTA 成本估值  
MEG 中期边际供需改善 但大势仍处于弱  
势

一德期货 郑邮飞

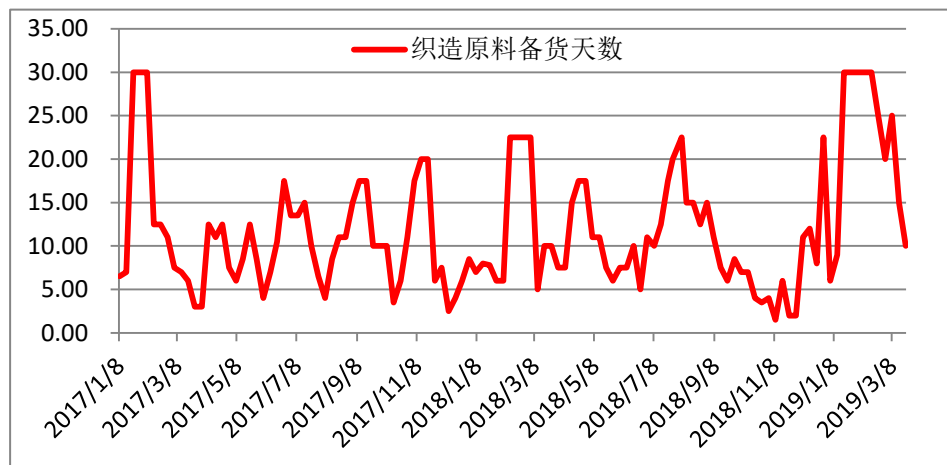
投资咨询号: Z0010566

郑玉洁

从业资格证: F3054845

## 1、核心逻辑：

- (1) **PTA&MEG 短期核心逻辑：**上周初交易完降税逻辑后，近期核心在于恒力 PX 开车/量产进程，其直接影响市场对于 PTA 成本的估值。3 月 24 日恒力官宣打通全流程，但是否量产仍未可知，不过恒力速度确实不可小觑。近期受影响 PX-NAP 价差大幅走低，当前较 3 月上旬价差走低约 100 美金左右。同时我们看到本周 PTA 加工费从前期 800 元/吨上下扩张至 1000 元/吨左右（目前加工费已经处于中性偏高的位置，导致 PTA 开工动能亦很足）。PX 让利于 PTA 的现象正在发生。PX 的重新估值导致 PTA 成本端存在一定的不确定性。近端合约在没有恒力扰动时是比较确定的逢低多合约（成本端坚挺，加工费底时，可以适当做多）有了一定的不确定性。远端 01 合约逻辑一直比较清晰，成本端利空，供应端利空。对于未来 PTA 的绝对估值，在当前原油价格不变的背景下，假设 PX-NAP 价差再压缩 180 美金左右，按照 800 元/吨的 PTA 加工费计算，PTA 估值约在 5250 元/吨左右。（另外需考虑原油涨跌对于 PTA 重心的影响）
- MEG 方面，**供需仍处于累库存周期，但累库幅度边际减小，受产能周期影响，其波动率亦大不如从前。大方向上依然是逢高沽空。
- 终端需求方面，**终端织造开工恢复，利润尚可，库存不高。听闻部分织造工厂有零星订单（草根调研几个织造工厂成交量还可以，相比去年就是大幅涨价困难一些）。织造端原料消耗至较低水平，未来有补库需求。聚酯方面开工亦逐步恢复。马上就要迎来终端传统旺季，总体看，需求不悲观（定性为中性正常）继续关注终端订单情况。



- (2) **PTA 方面：**上周期现货坚挺，降税影响基差走强，PTA 加工费平均 900 左右。PTA 部分装置祭出检修计划，当下仍是累库阶段，3 月份预计微幅累库，4-6 可能见到去库。供需面相对较好，但遭遇成本端不确定性的塌陷+降税，价格重估。策略：9-1 正套关注 200 点一下机会；可战略做空 2001，关注 5900 点压力。多原油空 PTA。
- (3) **MEG 方面：**近期部分装置降负荷/检修导致总开工负荷走低（供给边际改善），库存累库幅度变小。高库存是压制其上涨的重要因素。但绝对价格方面，前期大跌反应预期，目前已经跌破部分煤化工完全成本，MTO、乙烯法亏损幅度继续加大，成本端存在一定的支撑，可能会增强其 2 季度季节性检修力度，加上聚酯需求预期仍不错（需求边际改善）。但高库存以及产能投放制约上涨空间，

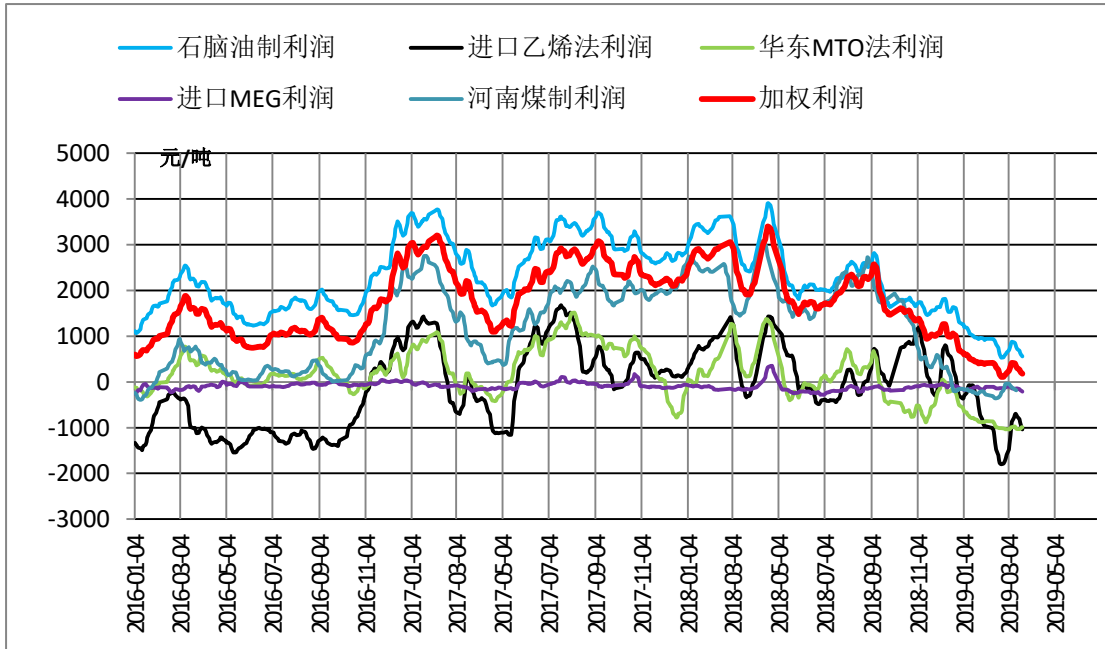
维持低位空间震荡的判断（5000-5500）。

策略：短期单边震荡（5000-5500），大周期逢高沽空（产能投放周期）。

(4) 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	PET 加权利润	周平均	周涨跌	产业链利润	周平均	周涨跌
2019-03-22		59		471						998			870			144			482			1714		
2019-03-21		59		471			351			1008			860			144			433			1722		
2019-03-20		51	6	477	485	-57	357	292	-144	837	895	89	801	777	47	141	18	516	477	96	1550	1677	-256	
2019-03-19		55		494			372			827			707					485			1678			
2019-03-18		46		513			382			803			644					471			1719			
2019-03-15		55		524			412			813			678					390			1870			
2019-03-14		57		532			437			804			709					381			1921			
2019-03-13		40	8	543	542	-27	438	436	-1	786	806	-13	730	730	-83	125	124	6	401	382	132	1869	1932	-145
2019-03-12		44		555			448			808			768					370			1996			
2019-03-11		43		556			446			817			765					367			2005			
2019-03-08		40		562			437			850			784					356			2061			
2019-03-07		44		562			440			969			873					239			2202			
2019-03-06		41	-4	577	569	13	446	437	15	832	818	222	867	813	166	115	118	-1	174	250	-145	2140	2078	288
2019-03-05		37		575			430			698			784					272			1964			
2019-03-04		40		572			434			744			756					208			2021			
2019-03-01		55		559			431			622			762					283			1900			
2019-02-28		47		540			422			596			610					408			1697			
2019-02-27		36	9	553	556	-3	428	422	17	574	596	-9	592	647	21	122	119	4	426	395	-64	1689	1790	17
2019-02-26		31		571			415			555			631					448			1759			
2019-02-25		50		561			414			633			640					410			1905			
2019-02-22		36		559			414			581			631					460			1741			
2019-02-21		38		561			415			624			624					427			1815			
2019-02-20		33	6	557	560	-17	399	405	3	582	605	-148	612	626	-85	118	116	-5	488	459	60	1720	1773	-229
2019-02-19		34		561			399			605			629					478			1777			
2019-02-18		35		561			400			633			634					441			1810			
2019-02-15		21		568			395			573			585					509			1708			
2019-02-14		29		569			393			659			634					466			1855			
2019-02-13		29	-3	567	577	18	399	403	-10	827	754	-166	695	711	-171	126	121	2	393	399	-10	2010	2002	-57
2019-02-12		32		589			414			865			830					295			2219			
2019-02-11		33		592			413			844			811					330			2216			

(5) MEG 各工艺利润走势



(6) 商品整体走势

技术上看，文华商品指数短期回调。化工指数周线回调。

一、供需面

图 1： 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%	381.00	4.38%
2月	232.00	227.00	215.00	236.00	234.00	-0.85%	285.00	21.79%	301.00	5.61%	311.00	9.97%
3月	224.00	265.00	272.00	288.00	309.00	7.29%	336.00	8.74%	372.00	10.71%	401.65	7.97%
4月	226.50	258.00	283.00	313.00	320.00	2.24%	334.00	4.38%	384.00	14.97%	410.78	6.97%
5月	230.00	283.00	305.00	325.00	333.00	2.46%	341.00	2.40%	406.00	19.06%	415.34	2.30%
6月	235.00	277.00	272.00	295.00	316.00	7.12%	337	6.65%	399.00	18.40%	409.30	2.58%
7月	244.00	283.00	266.00	291.00	325.00	11.68%	354	8.92%	411.00	16.10%	419.90	2.17%
8月	253.00	272.00	255.00	288.00	303.00	5.21%	355	17.16%	410.00	15.49%	412.46	0.60%
9月	260.00	264.00	260.00	301.00	284.00	-5.65%	349	22.89%	366.00	4.87%	403.69	10.30%
10月	256.00	264.00	286.00	303.00	325.00	7.26%	372	14.46%	372.00	0.00%	427.70	14.97%
11月	252.00	253.00	292.00	291.00	318.00	9.28%	360	13.21%	386.00	7.22%	425.88	10.33%
12月	260.00	262.00	300.00	298.00	326.00	9.40%	367	12.58%	401.00	9.26%	437.90	9.20%
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	4876.60				
产量增速		9.03%	2.56%	8.37%	3.86%	12.33%	11.27%	6.64%				
产能增速	15.63%	10.95%	7.62%	2.20%	1.55%	4.69%	14.44%	7.60%				

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
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	351.96	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	5.08	333.89	13.00	5.62	316.45	346.89	-30.44	386.00	316.45	4.95%
2018-12	347.00	4.73	346.87	13.00	5.25	346.49	359.87	-13.38	401.00	346.49	4.25%
2019-01	351.00	5.43	329.57	12.00	5.86	350.57	341.57	9.00	381.00	350.57	4.82%
2019-02	343.00	5.00	286.32	13.00	5.50	342.50	299.32	43.19	331.00	342.50	7.88%
2019-03	355.00	6.50	347.42	13.00	8.00	353.50	360.42	-6.92	401.65	353.50	0.47%
2019-04	353.00	6.50	355.32	13.00	8.00	351.50	368.32	-16.82	410.78	351.50	2.87%
2019-05	360.00	6.50	359.27	13.00	8.00	358.50	372.27	-13.77	415.34	358.50	7.81%
2019-06	376.00	6.50	354.05	13.00	8.00	374.50	367.05	7.45	409.30	374.50	16.73%

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	70.11	0.02	100.84		9	14.15	123.98	4.14%	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	76.32	0.04	124.62		9	10.16	143.78	23.32%	372
Nov-18	66.1	76.54	0.08	129.31		9	4.25	142.56	12.22%	386
Dec-18	70.2	73.90	0.04	134.34		9	0.73	144.06	10.72%	401
Jan-19	70.3	100.98	0.03	127.64		9	34.62	171.26	23.53%	381
Feb-19	68.3	80	0.00	110.89		9	28.42	148.30	19.61%	331
Mar-19	71.00	80	0.05	134.55		9	7.40	150.95	-4.97%	402
Apr-19	70.00	80	0.05	137.61		9	3.34	149.95	10.32%	411
May-19	70.00	80	0.05	139.14		9	1.81	149.95	9.65%	415
Jun-19	70.00	80	0.05	137.12		9	3.83	149.95	27.22%	409

1、 供给面（PTA）

装置	产能	备注
检修复工		
亚东石化	75	2018.11.13-11.28检修
仪征化纤	35	目前运行稳定,检修时间待定
	65	10.16停车检修,已于1.6日重启,2.11-2.13短暂停车,目前已恢复
逸盛(宁波)	65	9.30起停车检修,12.10重启
	220	1号线及3号线1.15日早跳闸停车,已于当日重启.2月15日小幅降负,目前已于2.17恢复运行
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
三房巷	120	12.25-1.9起停车检修,1.10出料
蓬威石化	90	于1.6停车检修,1月底已重启
扬子石化	35	11.1停车,2.21升温重启
逸盛海两	200	2018.10.21检修两周,11.4重启.11月周内有短停3天
逸盛(大连)	225	11.25起停车检修,于1.18左右重启,1.26左右出料
华彬石化	140	1月26日停车检修30天左右,3.10重启.
宁波利万	70	3月5日检修,3月13日重启
负荷未调		
福化福海创	450	225万吨2018.11.15短停8天,2.13日负荷由50%提升至80%.计划2.13出料,5月份前后有检修计划,计划停车15天
检修		
四川晨达	120	计划三月份开车
福建佳龙	60	2.21停车检修,3月6号重启
逸盛(大连)	375	3.10降幅一半运行,后期有全停可能,预计影响时间在一周左右.
	220	3.19水洗停工,预期3-4天,目前正常运行
恒力大连	220	计划4月检修
	220	正常运行,计划3月28日检修15天
预期检修		
珠海BP	125	2018.10.18停车,11.22重启.正常运行,计划3月底起停车检修25天
仪邦石化	220	因故短停,预计1-2天恢复,3月底检修,计划检修10天
	70	2018.10.27故障停车,11.13重启.计划3月停车检修10天左右
嘉兴石化二期	220	目前正常运行,计划三四月停车检修15天
宁波台化	120	计划5月检修15天左右
中石化洛阳石化总厂	32.5	正常运行,计划4月底起检修45天

供给面 (MEG)

装置	产能	当前开工率	备注
镇海石化	65		开工7-8成, 三月正常运行
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		检修, 1.27重启, 目前开工150%附近, 适度转产环氧, 目前开工80-90%附近
利华益	20		1.8晚停车检修, 14日重启出料, 负荷7成
茂名石化	12		于2.4左右停车检修, 2.21左右升温重启, 目前开工7-8成
中海壳牌二期	40		3.6停车, 预计检修10天, 3.15升温重启
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, 开工110%-120%附近
扬子巴斯夫	34		目前满负荷运行
河南煤业(新乡)	20		停车中, 于2019.1.11点火重启, 3月1日出料, 负荷7成, 3.14正常
黔西煤化工	30		12.25起检修10天, 2019.1.4出料重启, 2.21停工, 2.22正常运行
通辽金煤	30		2019.1.4停车检修, 1.14重启, 3.8停车, 预计检修10天, 3.18重启
中海壳牌	40		11月检修20天, 3.6停车, 3.15重启
预期检修			
扬子石化	30		满负荷运行, 3月负荷将有所下调, 3-16-3.24短停检修
阳煤寿阳	22		2019.4计划年度检修(半个月)
天津石化	34		4月份年检, 开工4成附近
洛阳石化	32.5		计划4月年检

图: MEG 开工季节走势

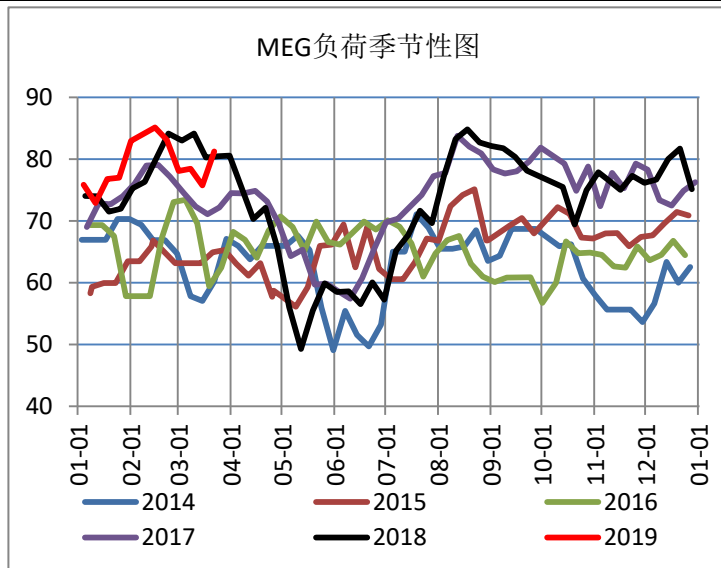
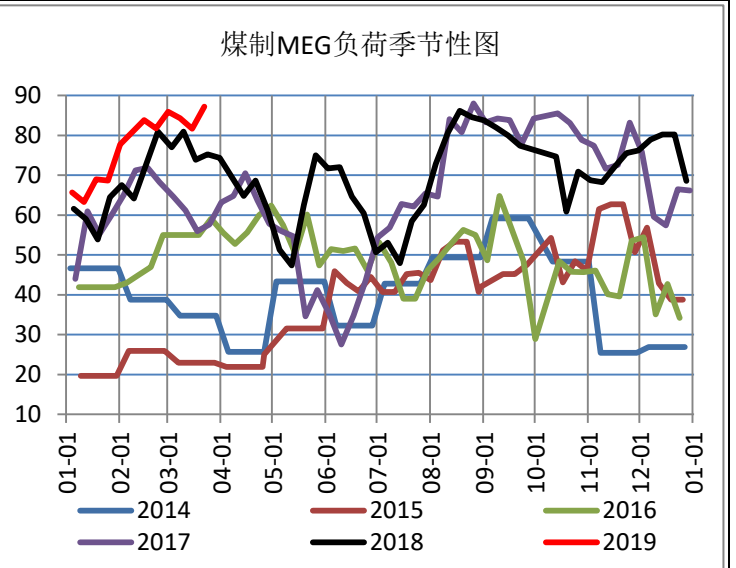
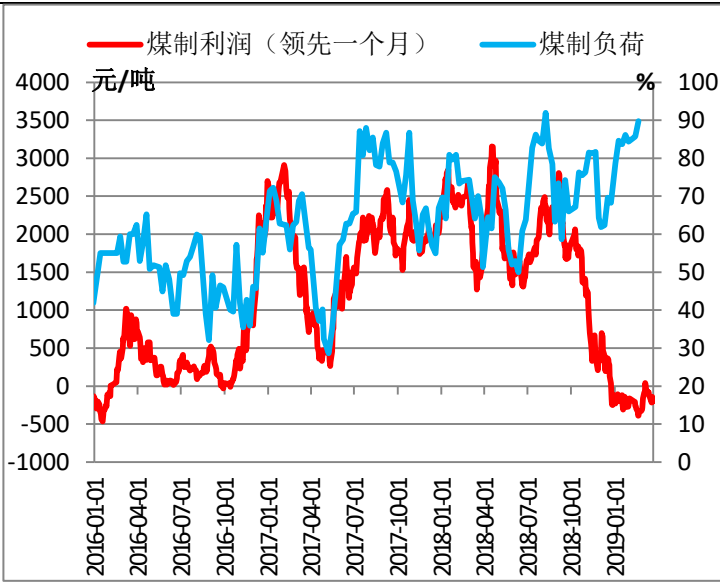


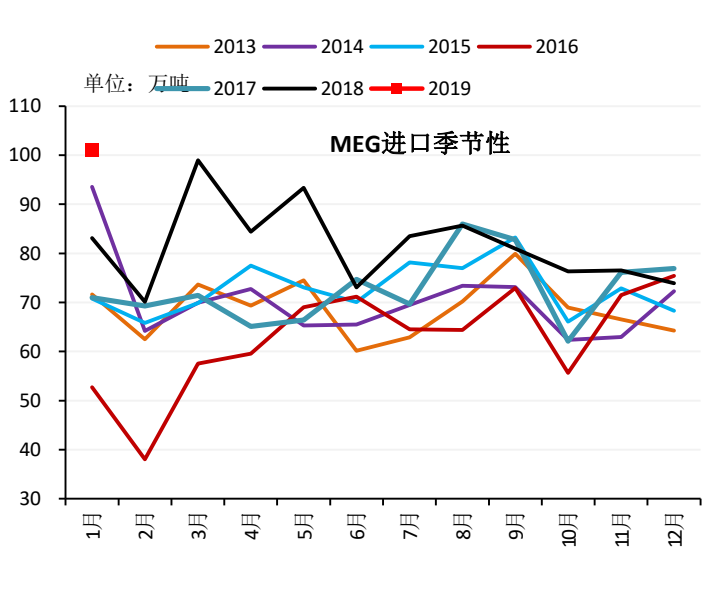
图: 煤制 MEG 开工季节走势



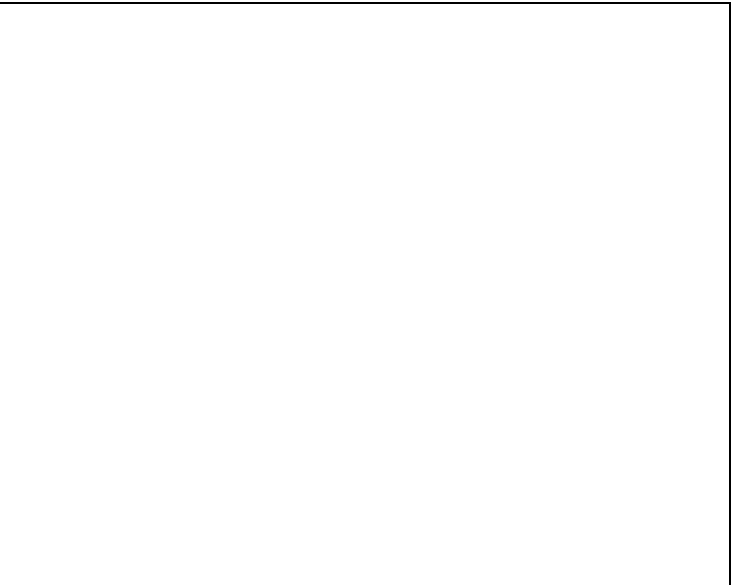
MEG 煤制利润与煤制开工



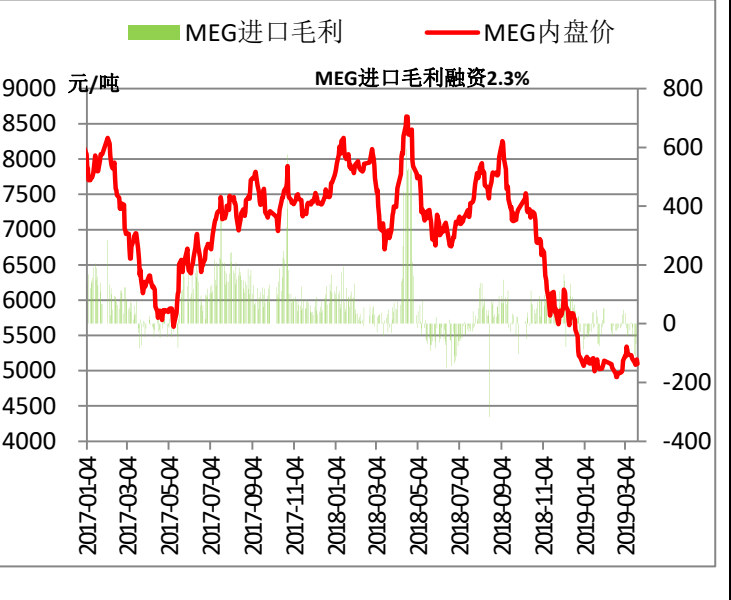
图：MEG 进口季节走势



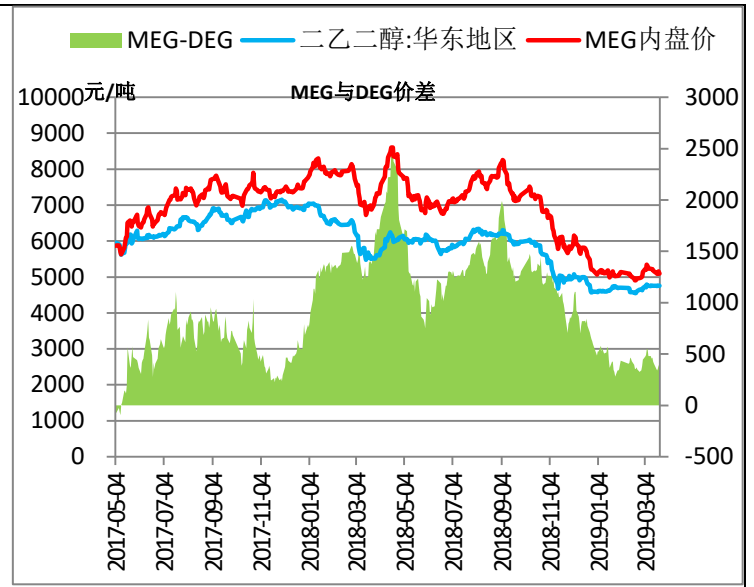
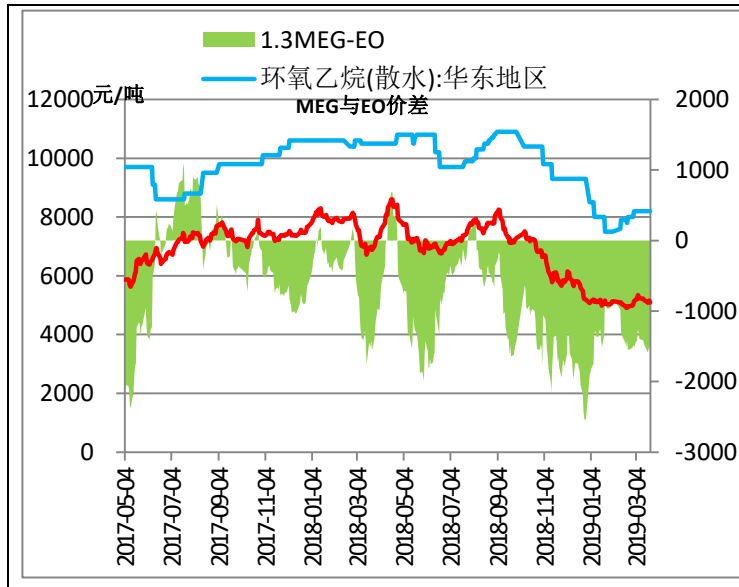
图：MEG 与 EO 价差



图：MEG 进口毛利

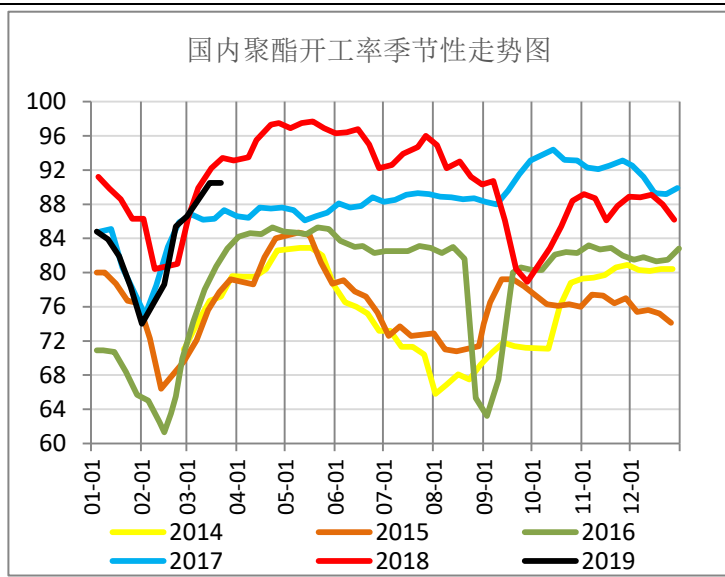


图：MEG 与 DEG 价差

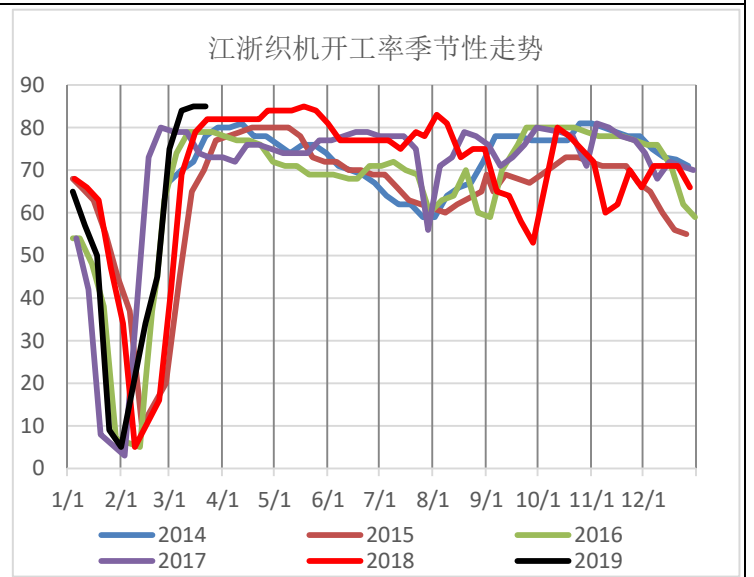


## 2、需求面

图：聚酯开工季节走势



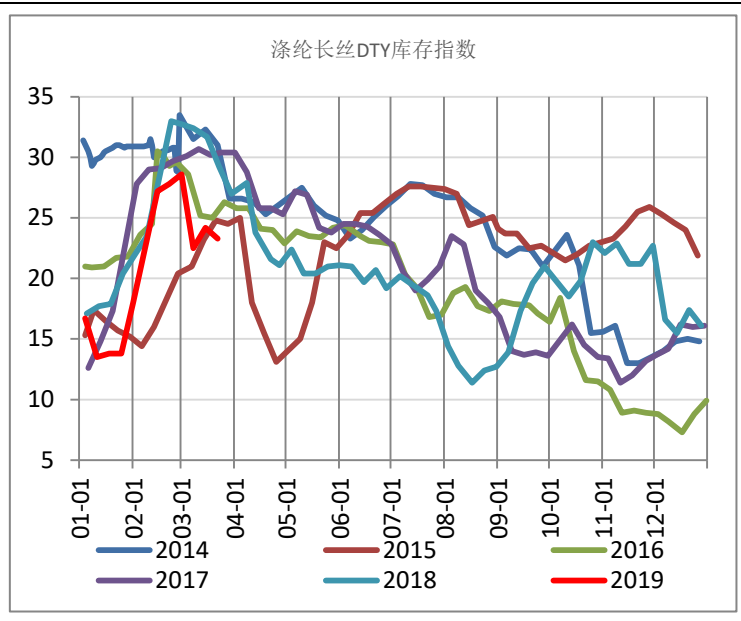
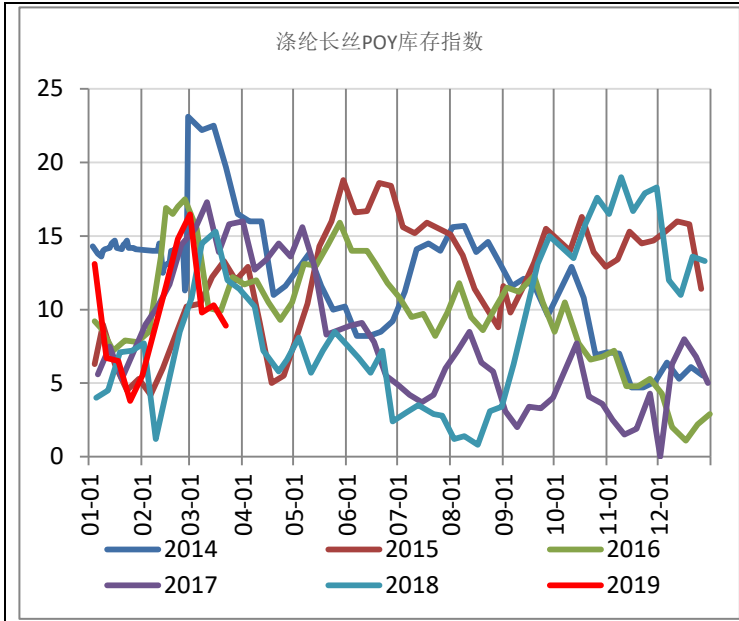
图：织造开工季节走势



图：聚酯库存（POY）

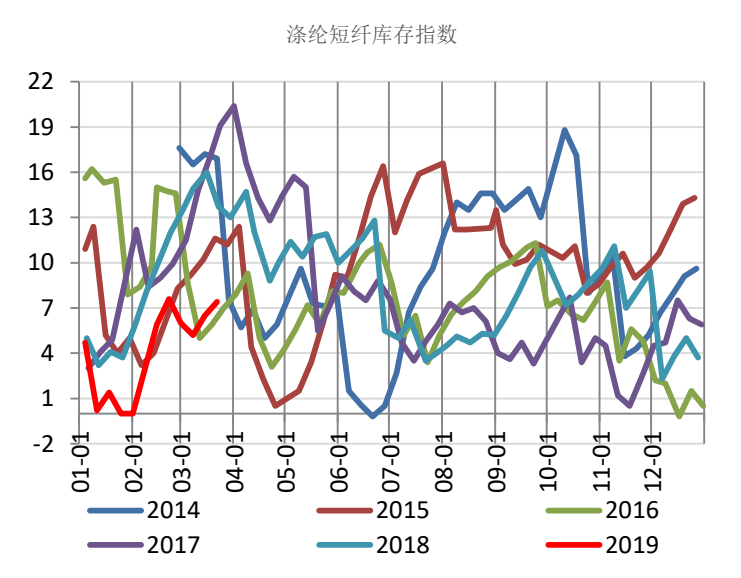
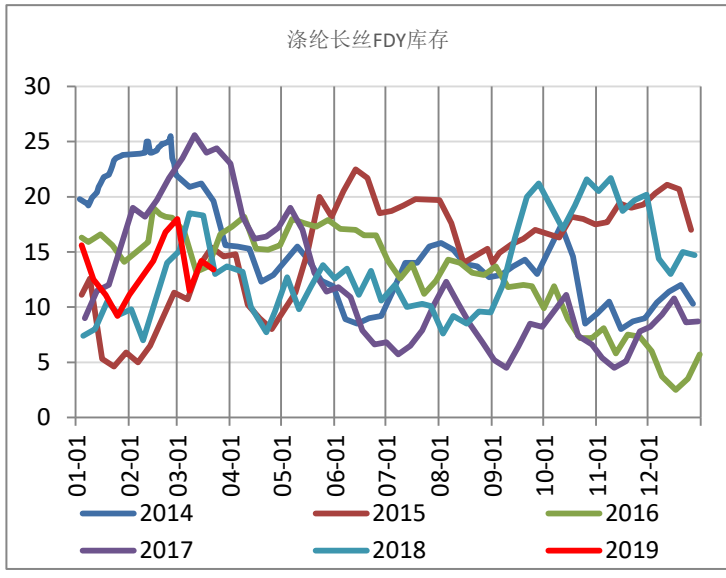
图：聚酯库存（DTY）





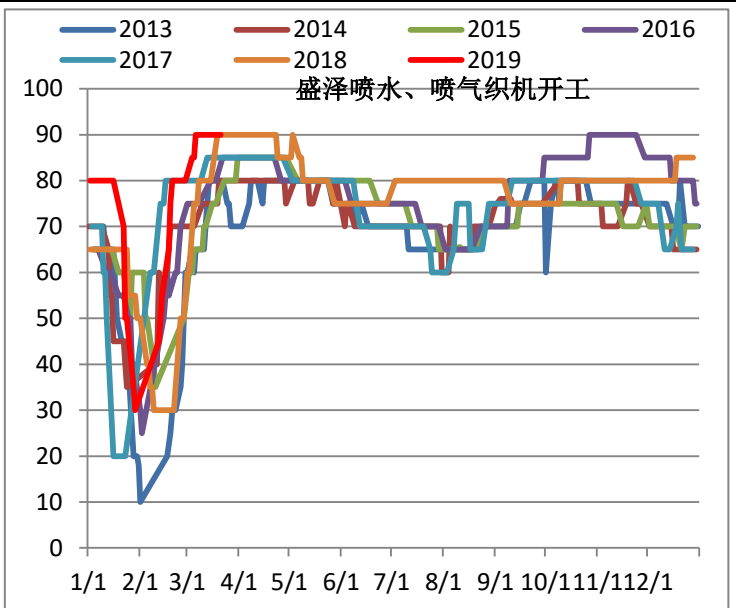
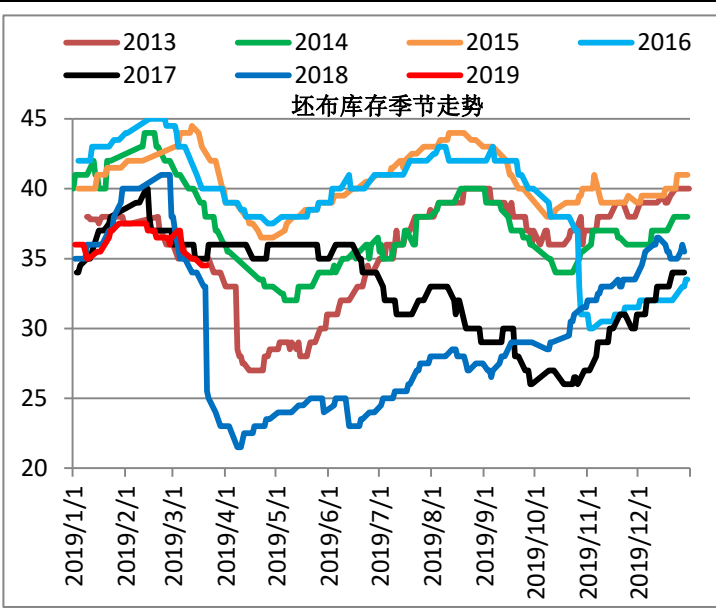
图：聚酯库存（FDY）

图：聚酯库存（涤纶短纤）

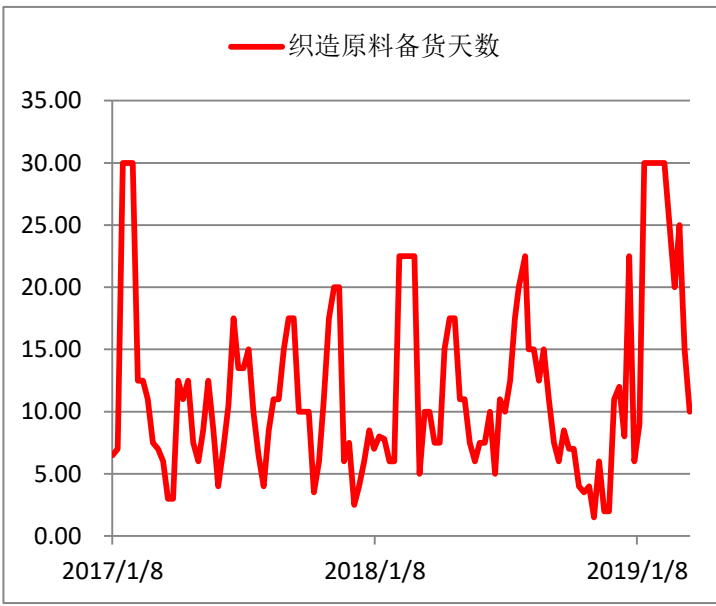


图：坯布库存

图：盛泽喷水、喷气织机开机率



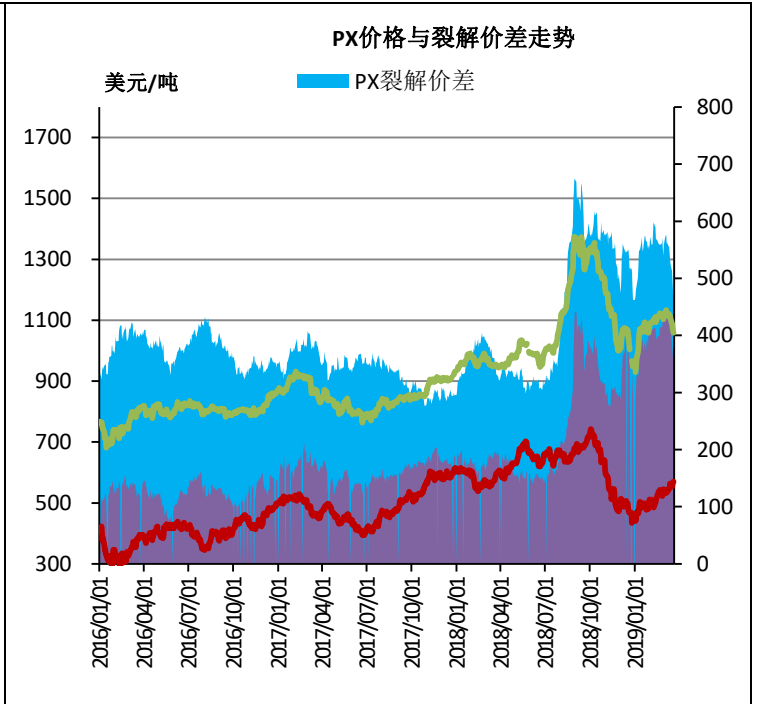
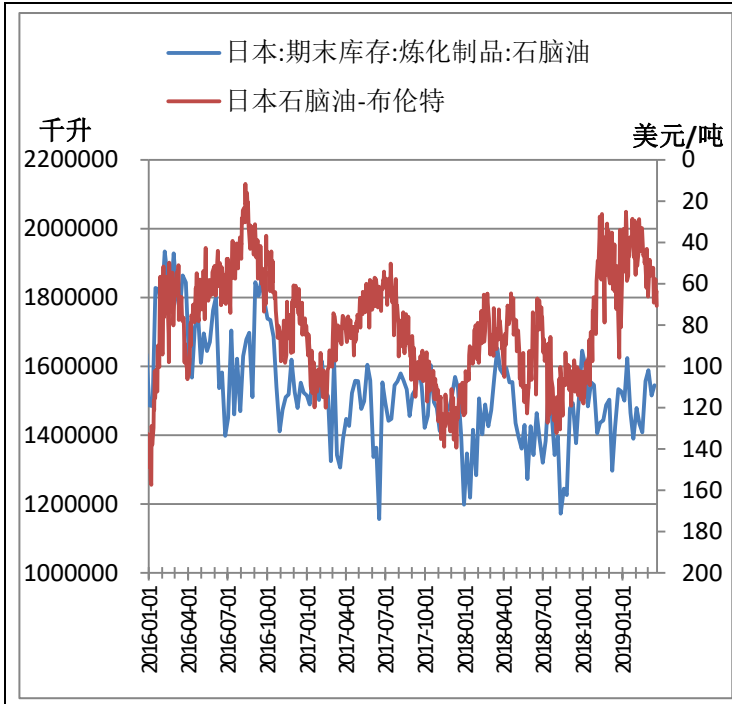
图：织造原料备货天数



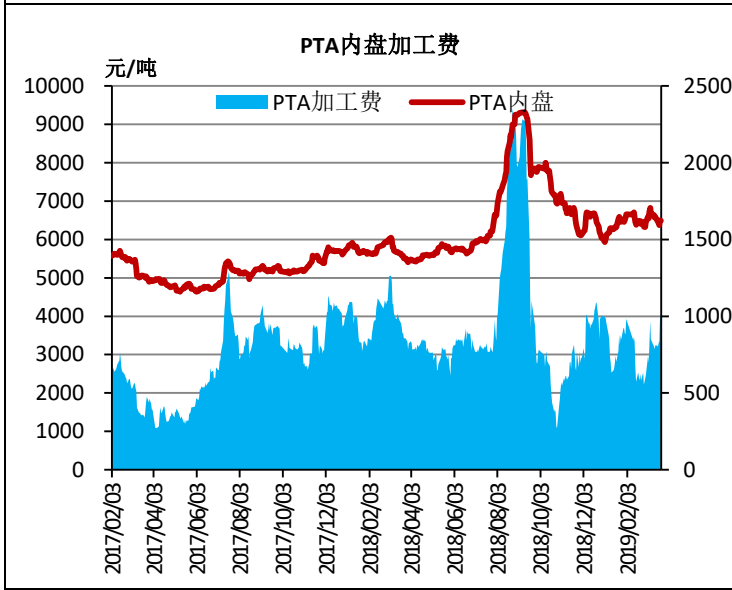
二、成本面

图：石脑油库存与价差

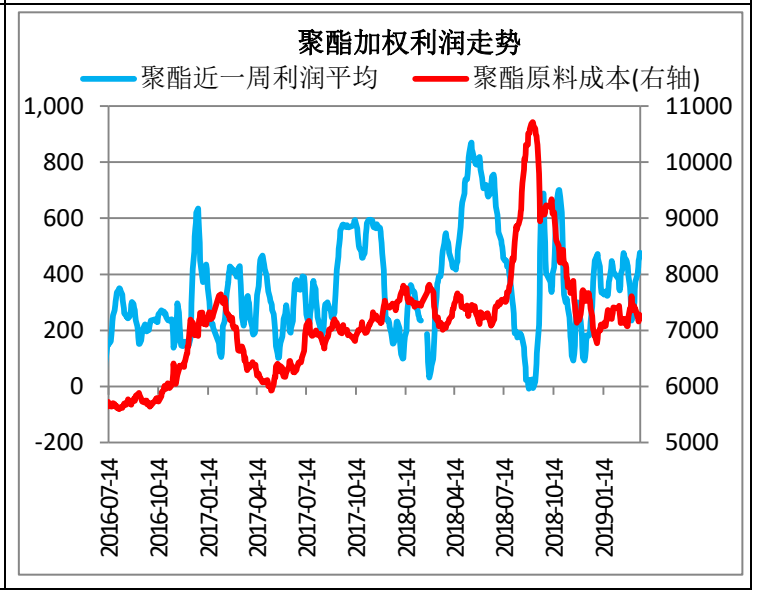
图：PX 价格与裂解价差走势



图：PTA 加工费

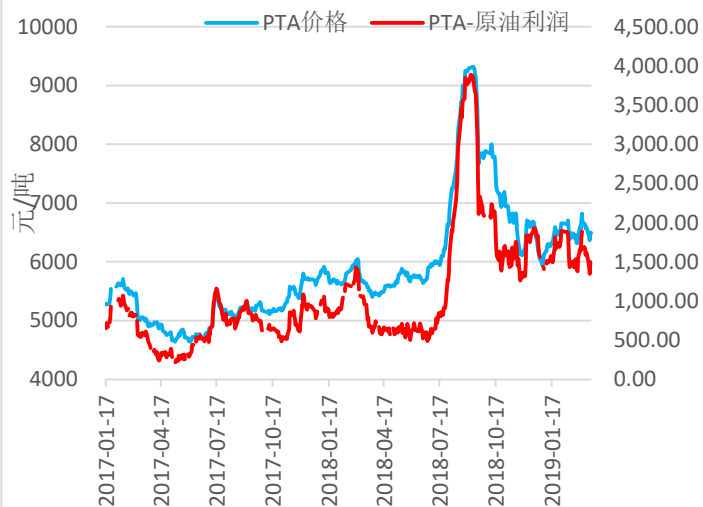


图：聚酯利润加权走势

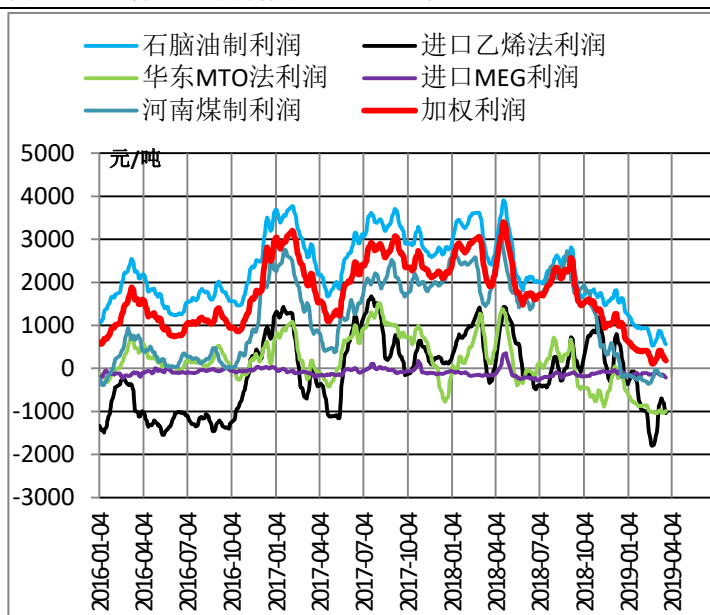


图：PTA-原油产业链总利润

PTA-原油产业链总利润

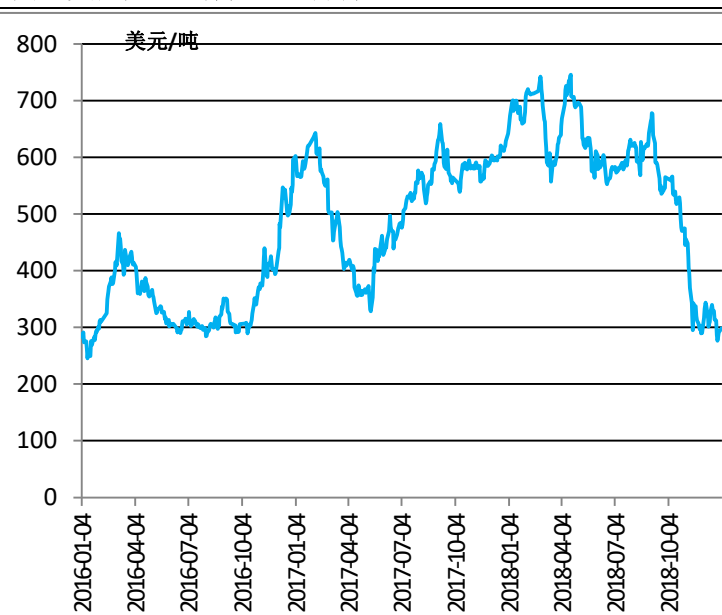


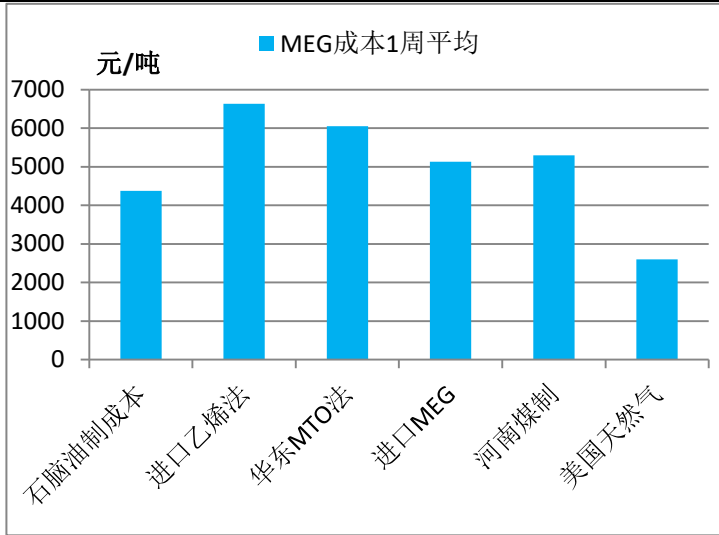
图：MEG 各工艺利润图（一周平均）



图：MEG 各路径成本对比

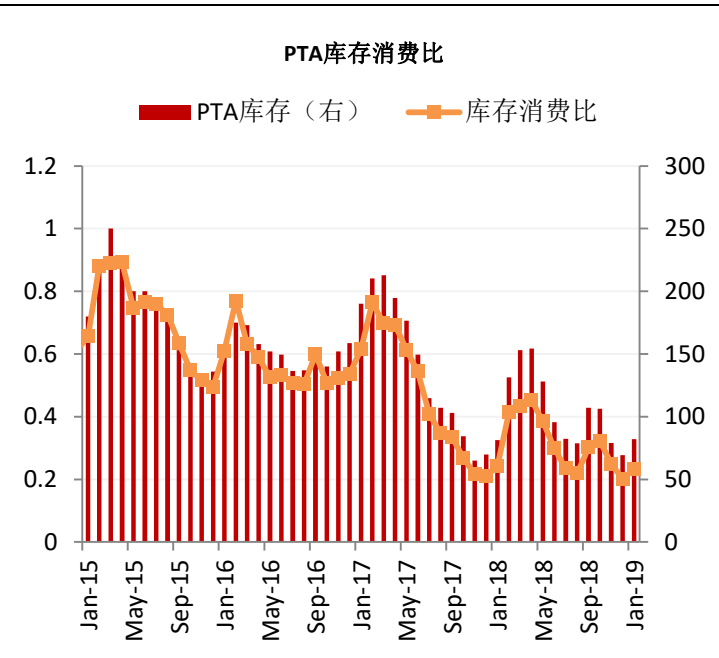
图：美国天然气制 MEG 利润



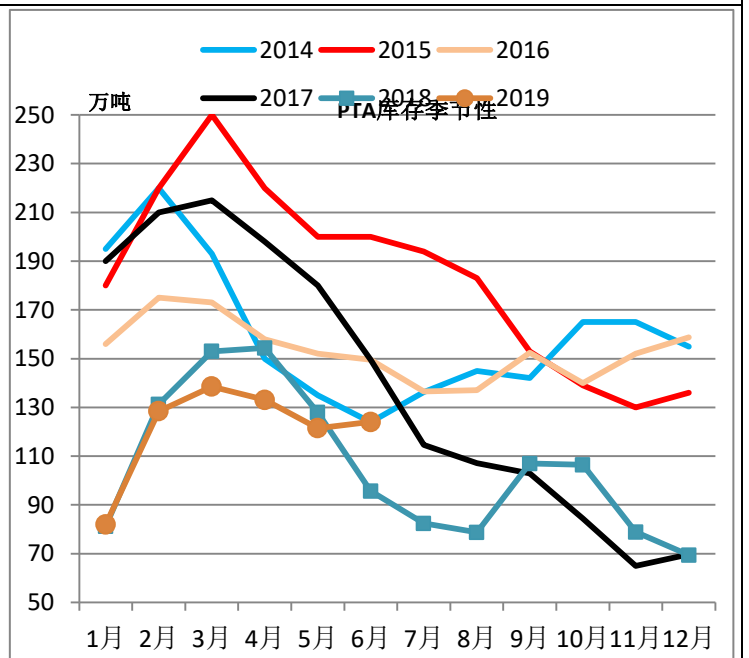


### 三、PTA 库存

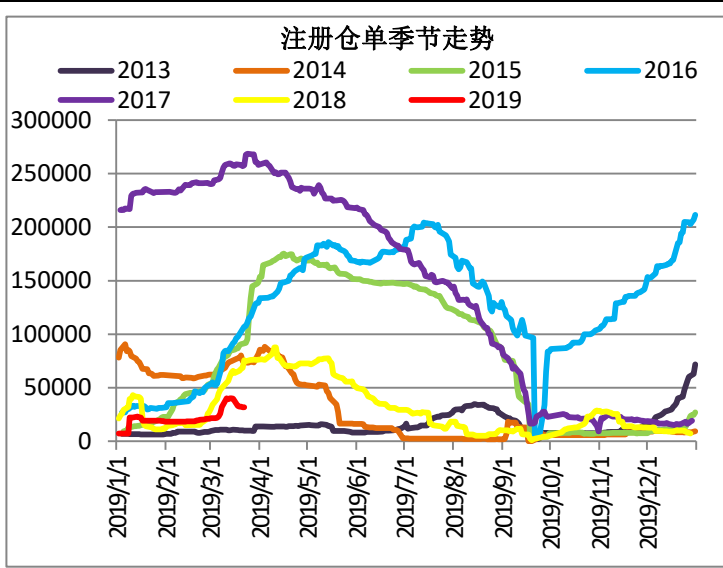
图：PTA 库存消费比



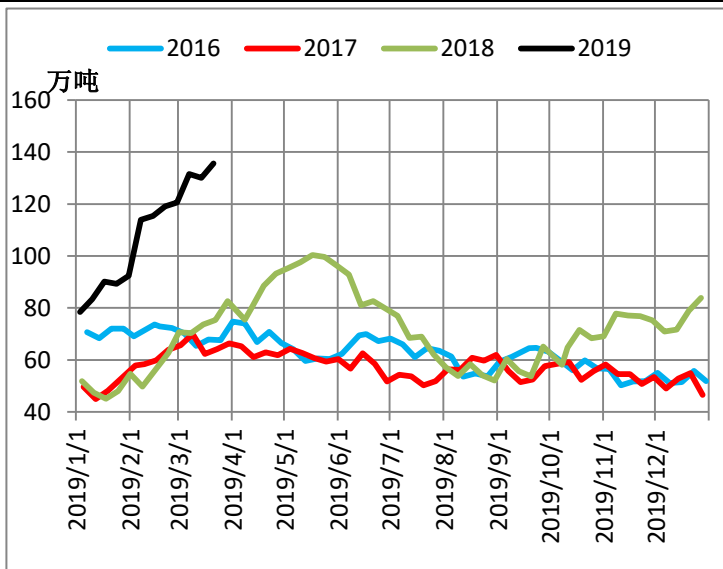
图：PTA 库存季节性



图：PTA 注册仓单量



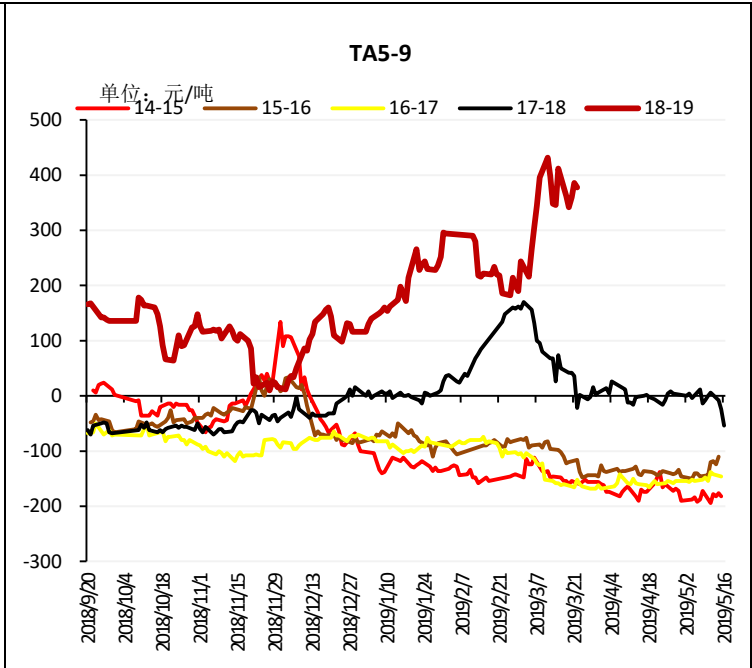
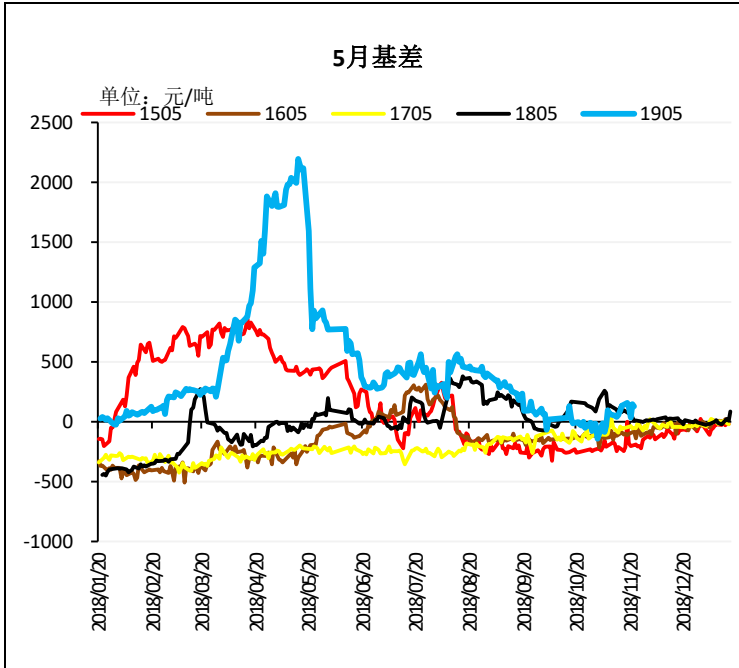
图：MEG 港口库存季节走势



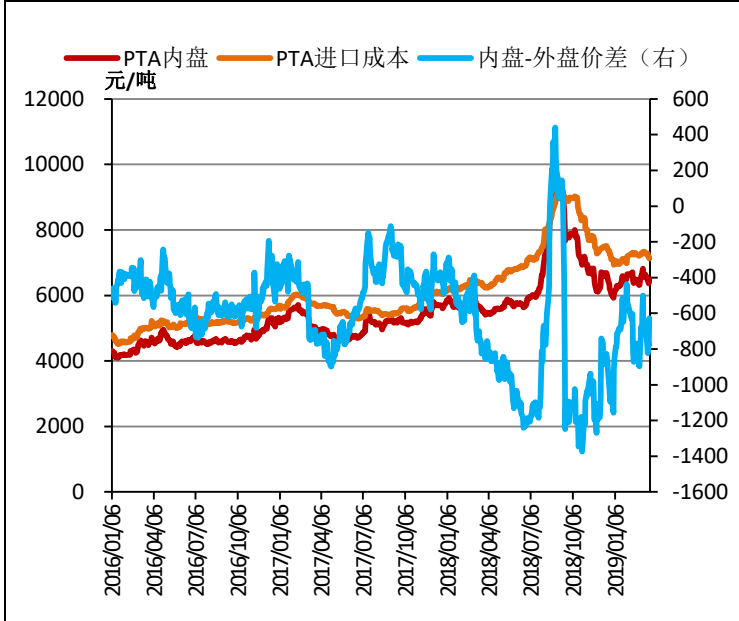
四、期限/价差结构

图：PTA5 月基差

图：PTA5-9 价差

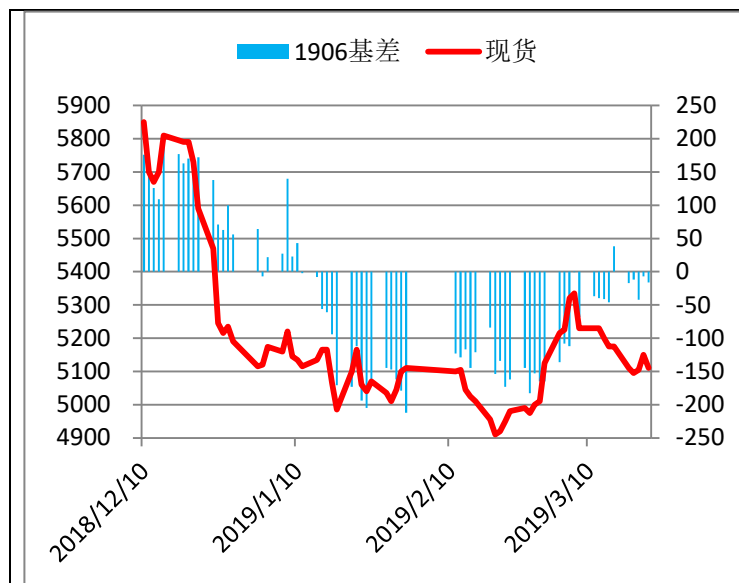


图：PTA 内外价差

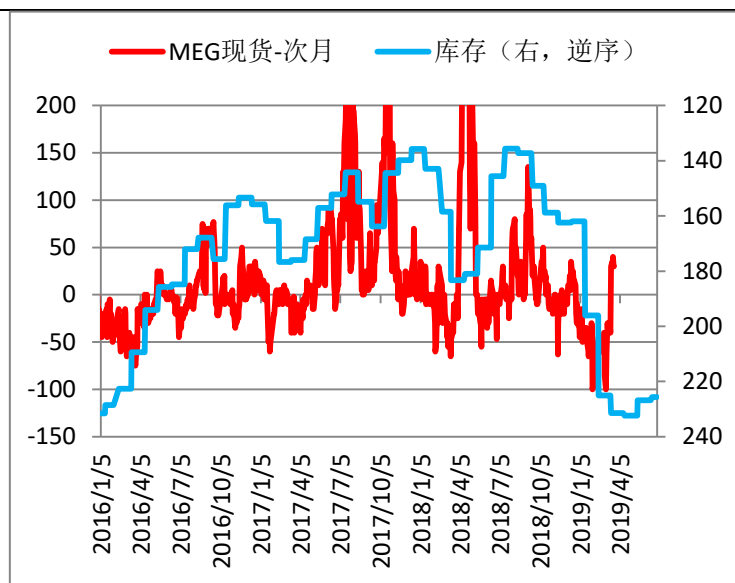


图：MEG1906 基差

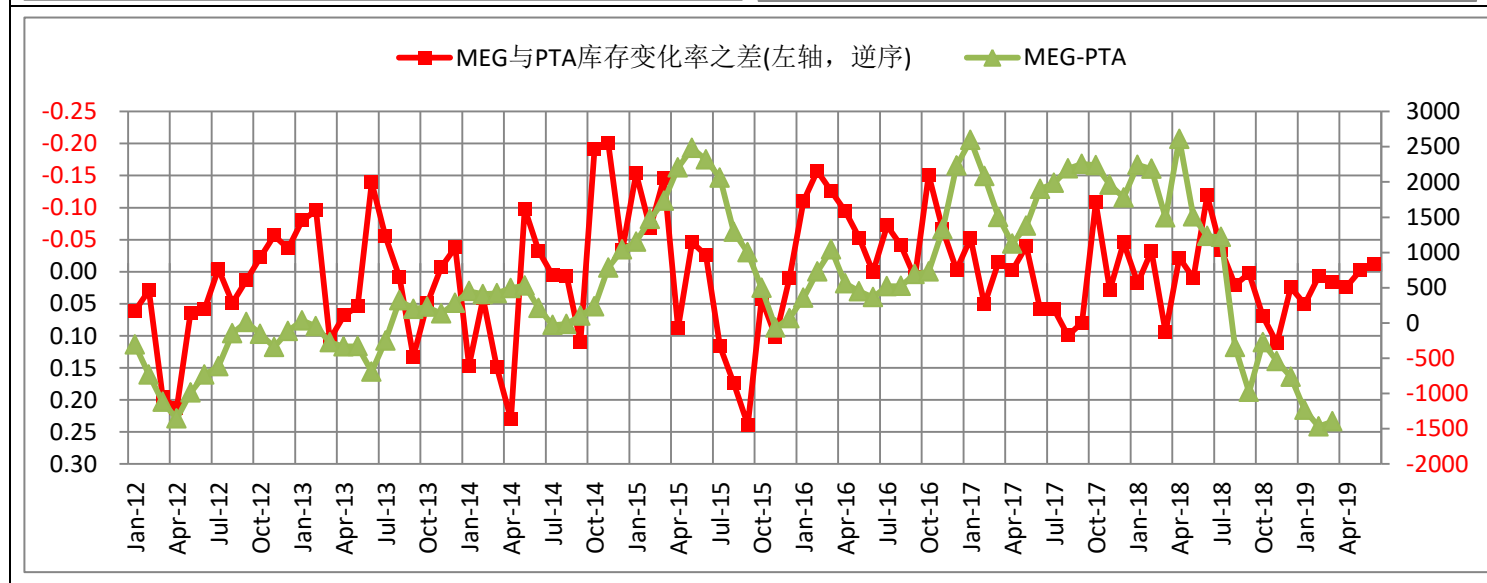
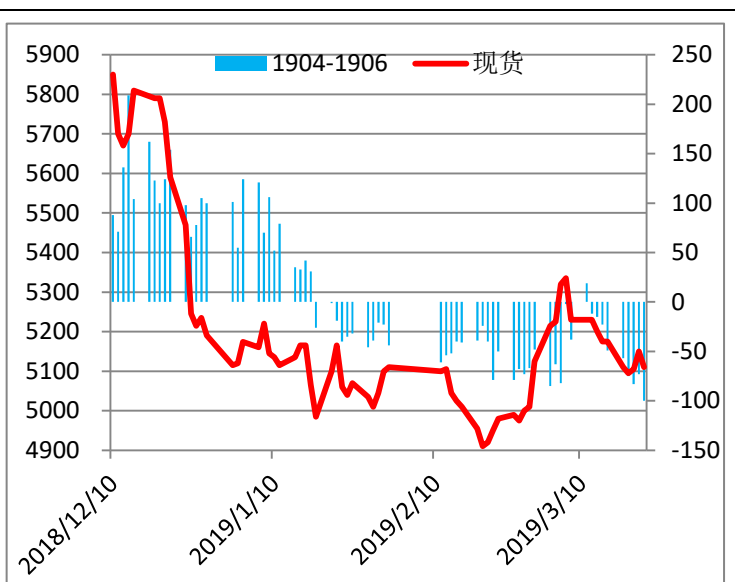
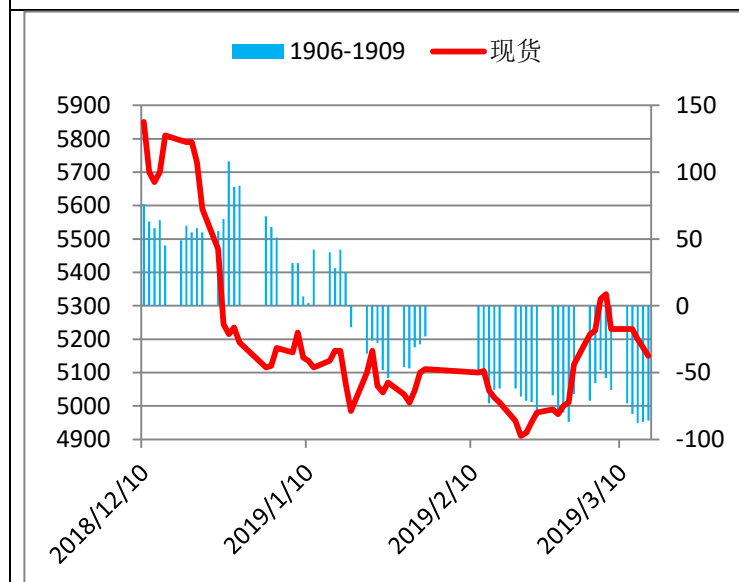
图：现货-次月纸货



图：MEG1906-1909



图：华西盘 1903-大连 1906





一德期货 郑邮飞 15620964101  
郑玉洁 13884415365