

TA 谨慎看涨，关注宏观及装置 EG 供需宽松，反弹即可空配

2019年6月24日 星期一

兴证期货·研发中心

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

黄韵之

从业资格编号：F3048897

赵奕

从业资格编号：F3057989

联系人

刘倡

电话：021-20370975

邮箱：

liuchang@xzfutures.com

内容提要

● 后市展望及策略建议

展望下半年，中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济增长转弱的现实仍是影响产业链整体需求的最重要因素。

当下数据仍显示终端纺服的内外需均呈现疲弱状态，若无外部利好改善，聚酯产业链需求仍难有趋势好转，将呈现明显季节波动。

聚酯产量增速而言，仍谨慎维持年初预估，在 6-7% 附近。毛利水平预计同上半年一样持稳运行。

PTA 当下库存水平尚可，下半年社会库存预计将稳步上抬，但紧平衡下，库存上抬节奏仍显著受装置检修安排以及新装置投产进度影响。

随恒力 PX 稳产运行，且后期中化弘润、恒逸文莱、浙石化等投产或相继来临，PX 下半年供求逐渐宽松，PX 毛利水平较难反弹，PTA 毛利水平预计继续维持强势。

MEG 高位库存去化仍需依赖海内外装置主动降负，若无明显降负，则高位库存仍然难去。毛利预计长期维持低位。

策略建议上，下半年 PTA 或仍以宽幅震荡为主，TA09 合约仍可逢低试多或逢低介入 9-1 正套，三季度末或面临库存积累，届时 TA11-1、1-5 反套或有机会介入；MEG 目前持续偏弱震荡，暂观望，若有技术性反弹，则可考虑单边试空或跨期反套；多 TA 空 EG 仍可继续关注，节奏把握参考 TA 单边。仅供参考。

1.PTA

上半年，PTA 先震荡后回调，回调主要因今年需求表现不佳，产业链运行不畅，各环节均有出现产成品库存较高的现象，各类宏微观数据均较去年明显转弱，且二季度中美贸易谈判反复、油价高位回调均进一步拖累 PTA 价格表现。但从库存和毛利来看，上半年 PTA 环节表现健康，社会库存积累不多，且随 PX 加工差压缩，PTA 加工差显著提升。

下半年来看，PTA 新增产能关注四川晟达的 100 万吨平稳运行，以及三季度末新风鸣的投产进度，整体产量预计增速仍有限，但在聚酯产量仅 6-7% 的预估下，社会库存预计会继续上抬，具体节奏上，6-7 月或持稳，8-9 月预计有明显增幅，10-12 月虽有新装置投产，但考虑其它装置有年检的情况下，预计持稳或小增。对 PTA 加工差预期上，下半年仍维持乐观预期，预计在 1000-1500 元/吨左右。PTA 期价预计仍将以波段行情为主。

图 1: PTA 指数 (下) 和布伦特原油指数 (上)



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

1.1 生产与库存

2019 年 1-6 月，国内 PTA 产量预估在 2200 万吨，累计同比在 9%，去年同期在 15.71%。装置整体运行稳健，偶发故障不多，且上半年 PTA 毛利水平较高，工厂开工意愿高，平均产能利用率在 95% 以上。产量增长主要来自福海创的平稳运行，与年初估计一致，四川能投 100 万吨装置于 5 月底开车，6 月份进入产能基数，总体产能增速符合年初预期。1-5 月社会库存积累约 52 万吨，5 月末社会库存在 126 万吨上下。

下半年，新增产能需关注新风鸣 220 万吨装置，或在 Q3 底投产，但实际或有反复。产量方面，目前确定检修的大装置为福海创，于 7 月检修，其余潜在检修装置如表 1，或集中在 10-12 月，在不考虑新风鸣装置下，估计下半年产量约 2200-2300 万吨，8-9 月或是产量峰值。

聚酯方面，上半年产能净增 233 万吨，产量约 2423 万吨，增速约 7%。从各环节的采购及销售情况来看，由于全球经济增速放缓和贸易环境存不确定性，上半年聚酯产业链各环节的采购意愿和销售波动较大，产业链运行并不顺畅，聚酯及终端均有产成品库存过高的情况出现，对聚酯负荷及终端负荷开工不利。

尽管当下聚酯产成品库存不高，但仅是转移而非消化，在中美贸易摩擦具有长期反复性以及全球经济增速维持下滑的预期下，实际需求难言乐观，下半年预计仍有聚酯库存高企难销的

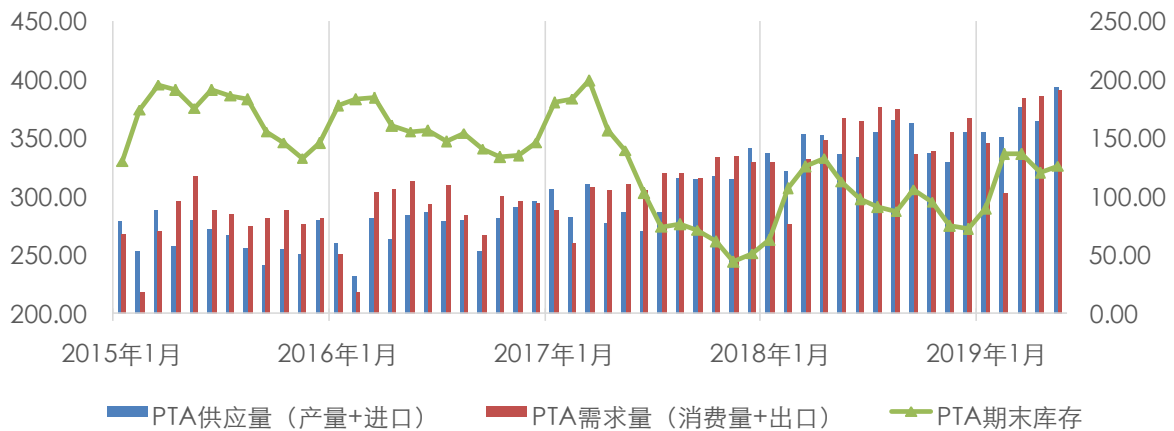
情况出现，因此对下半年聚酯产量估计偏谨慎，仍估计总体维持 6-7% 的增速。对 PTA 的社会库存节奏估计，不考虑新凤鸣装置下，6-7 月聚酯或能维持高负荷，社会库存持稳或小降，8-9 月社会库存或有明显增幅，10-12 月社会库存预计持稳或小降。若新凤鸣按计划投产，10-12 月社会库存预计将维持增势。

表 1: 未来装置变动一览

企业名称	产能	地点	备注
福化工贸	450	漳州	9 成负荷运行，计划 7.3 起检修。
仪征化纤	64	仪征	6.14-6.17 检修，目前正常运行
华彬石化	140	绍兴	负荷恢复至 9 成。
逸盛（大连）	225	大连	6.12 因故降负，负荷预计逐步回升
亚东石化	75	上海	6.17 晚间检修，6.20 恢复
上海金山石化	40	上海	5.23 起检修，预计一个月
中石化洛阳	32.5	洛阳	4.22 起检修，重启预计推迟至 7 月
四川能投	100	四川	6.5 附近因故停车，预计近期重启
虹港石化	150	连云港	上一次检修 2018 年 10 月 12 天
逸盛（宁波）	220	宁波	上一次检修 2018 年 9 月 15 天
逸盛（大连）	375	大连	上一次检修 2018 年 5 月检修 15 天；2019 年 3-4 月降负 50%
BP 石化	110	珠海	上一次检修 2018 年 10 月 36 天
汉邦	220	江阴	上一次检修 2018 年 10 月 8 天
三房巷	120	江阴	上一次检修 2018 年 8 月
桐昆	150	嘉兴	上一次检修 2018 年 10 月 29 天
恒力 1 号	220	大连	上一次检修 2018 年 7 月
恒力 2 号	220	大连	上一次检修 2018 年 11 月
逸盛（海南）	200	海南	上一次检修 2018 年 10 月

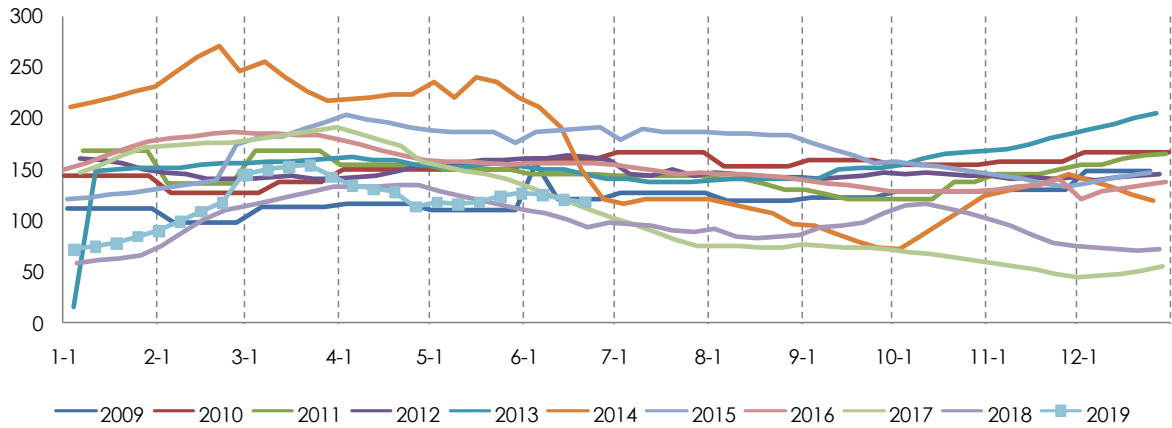
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 2: PTA 供需平衡表



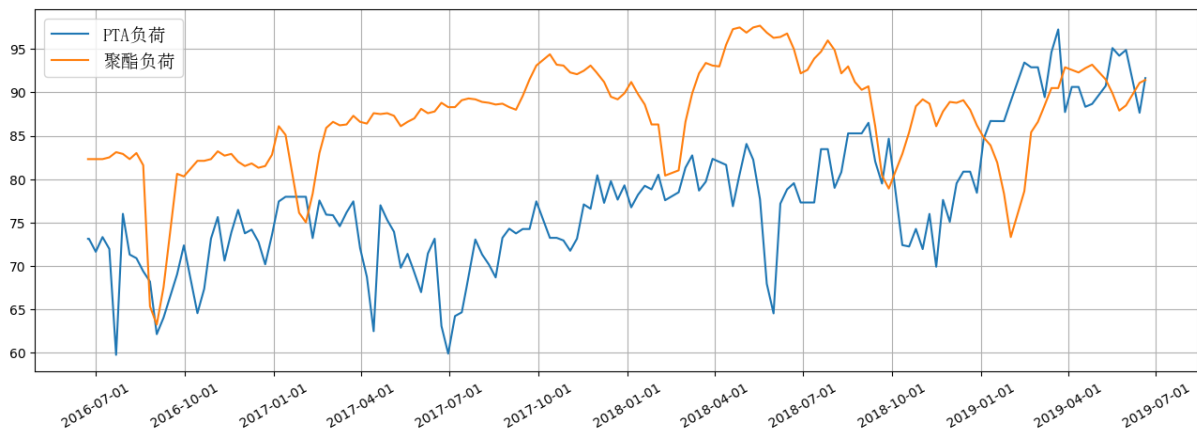
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 3: PTA 社会库存季节图



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 4: PTA 和聚酯整体负荷



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

1.2 毛利与成本

2019 年上半年, PTA 加工差表现强劲, 主要因 PX 供过于求, 而 PTA 环节议价能力在主客观因素作用下明显提升。一季度日均在 830 元/吨, 环比增 130 元/吨, 同比减 140 元/吨, 工厂盈利尚可。二季度日均在 1309 元/吨, 环比增 479 元/吨, 同比增 509 元/吨。

下半年来看, PTA 全年社会库存预计呈现绝对水平逐渐上抬的走势, 但在年度轮检以及本身 TA 产量增速有限的情况下, 库存上抬幅度预期相对可控, 较难出现供给显著过剩的情况。因此对于下半年 PTA 加工差仍预期乐观, 预计平均能在 1000-1500 元/吨之间。

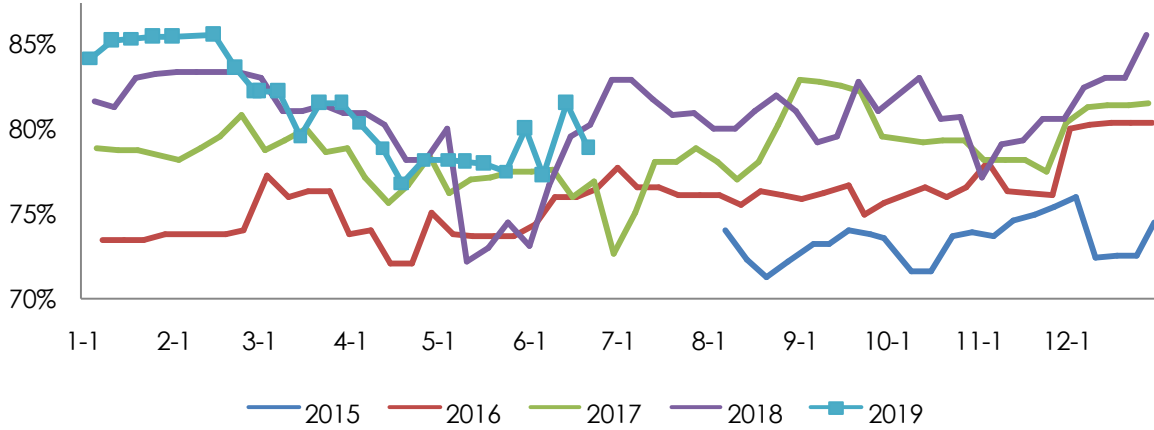
上半年, 国内 PX 总供给量约 1400 万吨, 同比增加约 15%, 恒力炼化两套 225 万吨装置投产迅速, 分别在 3 月底和 5 月底实现稳产, 另外还有彭州石化的扩产能 10 万吨。整体产能增速来看, 快于年初预期。

PX-石脑油价差方面, 呈现剧烈下行态势, 5 月末达到 289 美元/吨低位 (保现金流加工差约 280), 而后因 PTA 工厂短暂补库而有回升, 但随后再度走弱。一季度日均在 560 美元/吨, 环比减 20 美元/吨, 同比增 180 美元/吨。二季度平均仅在 378 美元/吨, 环比减 182 美元/吨, 同比增

35 美元/吨。

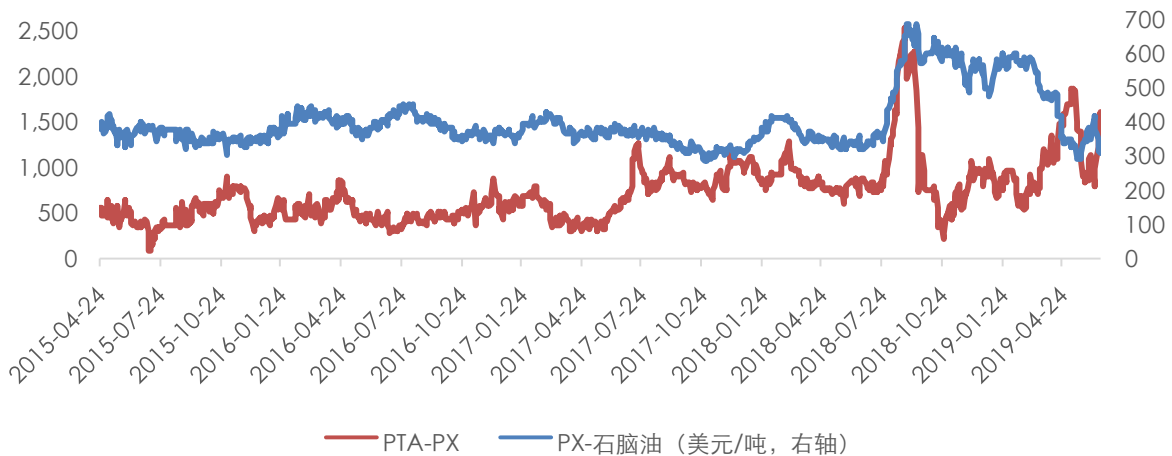
下半年预期来看，随恒力石化稳产，下半年月均产量预计增加约 40 万吨，且中化弘润预期在 7 月前后出产品，恒逸文莱预期在三季度开车，浙石化预期在四季度，下半年 PX 供给增速至少在 15% 以上，PX-石脑油价差预期持续维持弱势难涨的情况。

图 5: 亚洲 PX 负荷



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 6: PX-石脑油, PTA-PX



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.MEG

上半年 MEG 价格稳步走弱，25% 以上的产量增速使 MEG 行业进入供过于求的低迷周期，毛利表现显著下滑。煤制 MEG 的接受度在增加，上半年聚酯工厂较多采购煤制 MEG，MEG 工厂低产品库存，但进口 MEG 难消，港口库存高企，市场面临洗牌。而工厂出于立品牌、占份额等考虑，也没有轻易降低负荷，因此在聚酯产量增速有限的情况下，MEG 供求始终宽松。5-6 月部分高成本工厂降负后，MEG 社会库存增速放缓。

下半年看，在中美贸易摩擦的长期反复以及全球经济增速维持下滑的预期下，聚酯产量增速预计仍在 6-7% 附近，而尽管目前 MEG 社会库存增速放缓，但除非供给进一步减少或需求恢复，不然前期积累的大量库存仍难去化，且停车装置均具备快速复工生产的能力，MEG 供求仍

呈现宽松。因此对于下半年 MEG 库存预期上，预计维持高位运行状态，毛利仍预期难有反弹。MEG 期价预计仍将以低位运行为主。

图 7: MEG 指数 (下) 和布伦特原油指数 (上)



数据来源: 文华财经, 兴证期货研发部

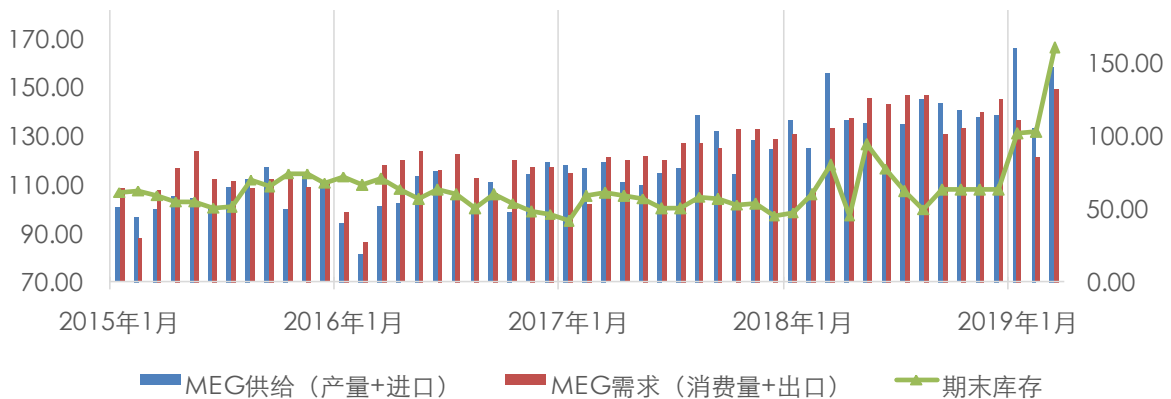
2.1 供给与库存

2019 年上半年, 国内 MEG 名义产能在 1070.5 万吨, 其中煤制在 441 万吨, 产能无增长。上半年产量约在 382 万吨, 同比增长 26%, 负荷率平均仅在 71%, 产量增长主要来自去年投放的煤制产能, 但同时过快的产能增长使 MEG 毛利水平快速下降, 长期低于现金流的毛利水平限制了企业开工。

进口方面, 上半年进口估计在 540 万吨上下, 累计同比约在 7%。聚酯方面, 上半年产能净增 233 万吨, 增速约 4%, 上半年产量约 2423 万吨。乙二醇社会库存上半年积累约 110 万吨, 供应显著过剩。

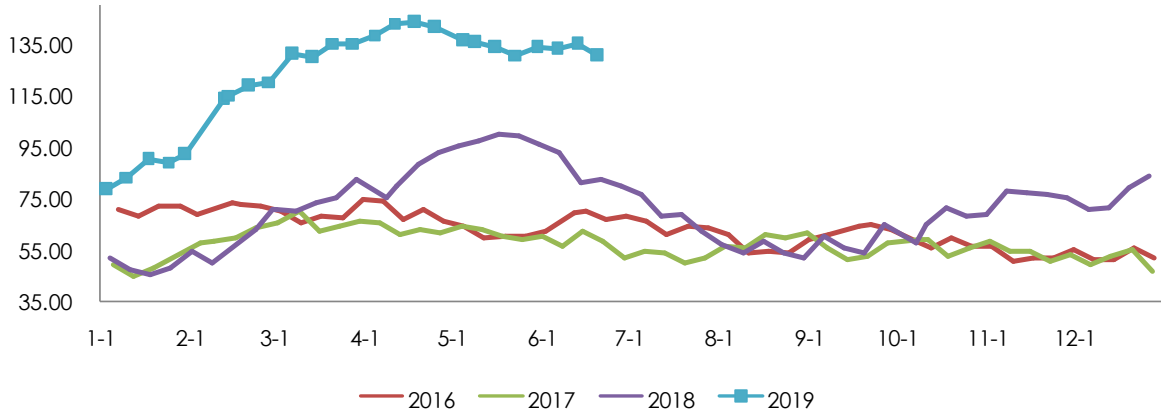
下半年来看, 聚酯产量预期在增速在 6-7%。MEG 各路线毛利持续低迷限制负荷提升, 国内 MEG 目前负荷已在相对低位, 大陆以外也有如台湾南亚等装置暂停, 但尽管如此, MEG 月供应量仍有 140 万吨上下, 与需求量持平, 在需求增速预期有限的情况下, 除非下半年海内外检修增多, 或需求显著增量, MEG 供给仍将显著大于需求, 上半年积累的库存仍较难去化。

图 8: MEG 供需平衡表



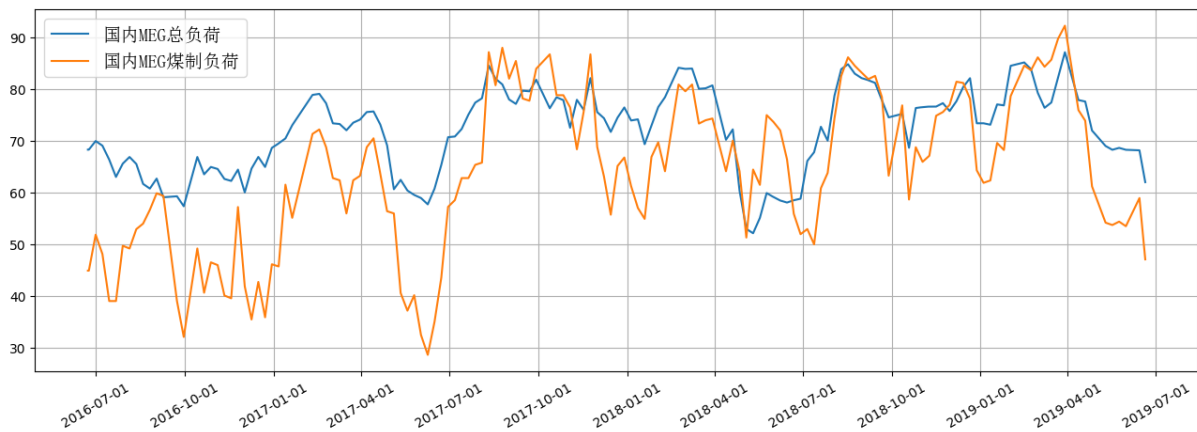
数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 9：MEG 港口库存



数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 10：国内乙二醇整体负荷和煤制乙二醇负荷



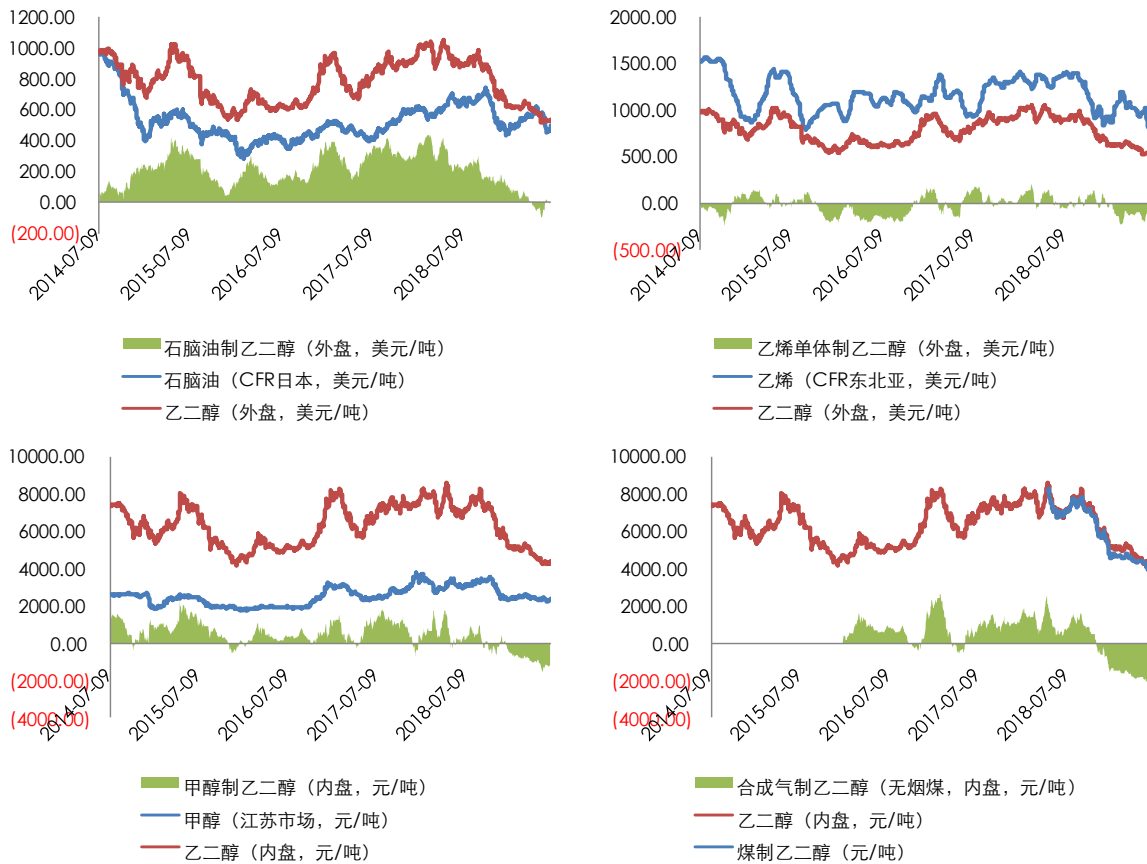
数据来源：CCF，兴证期货研发部

2.2 加工毛利

上半年 MEG 各路线现金流维持弱势，纸面亏损持续放大。石脑油路线现金流日均仅 14 美元/吨，乙烯单体及甲醇单体季均在 -972 元/吨和 -890 元/吨，同比减 1500 元/吨和 1400 元/吨。煤制纸面同样亏损，且亏损程度逐级加剧。

下半年看，MEG 毛利预计仍将维持弱势难涨。即使下半年聚酯产量增速提高，国内 MEG 也有大量产量可释放，且目前短纤跟瓶片掺混煤制 MEG 比例已提升至较高水平，上半年国内开工的煤制 MEG 工厂均能顺利出货，维持低厂库运行。若无装置因亏检修增多，在聚酯增速无超预期增长下，MEG 毛利较难反弹。

图 11: 乙二醇各路线纸面现金流



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 聚酯

上半年聚酯产量增速符合年初预期, 在 6-7%。受中美贸易摩擦及全球经济增速下滑影响, 终端订单量同比偏差, 采购意愿转为谨慎, 因此聚酯产销同比偏低, 产成品库存同比偏高。6 后聚酯产销量, 库存快速下降, 有利支撑聚酯开工, 但从产业链反馈来看, 终端订单并无实质性好转, 仅是中美领导人通话后的缓和预期, 使库存从聚酯转移至终端。

下半年来看, 在中美贸易摩擦长期反复以及全球经济增速下行的预期下, 聚酯产销仍会在某些时段表现同比偏低, 聚酯库存仍会在三季度积累至较高水平, 因此对下半年聚酯的负荷及产量仍保持谨慎观点, 维持聚酯产量增速在 6-7% 的预期。

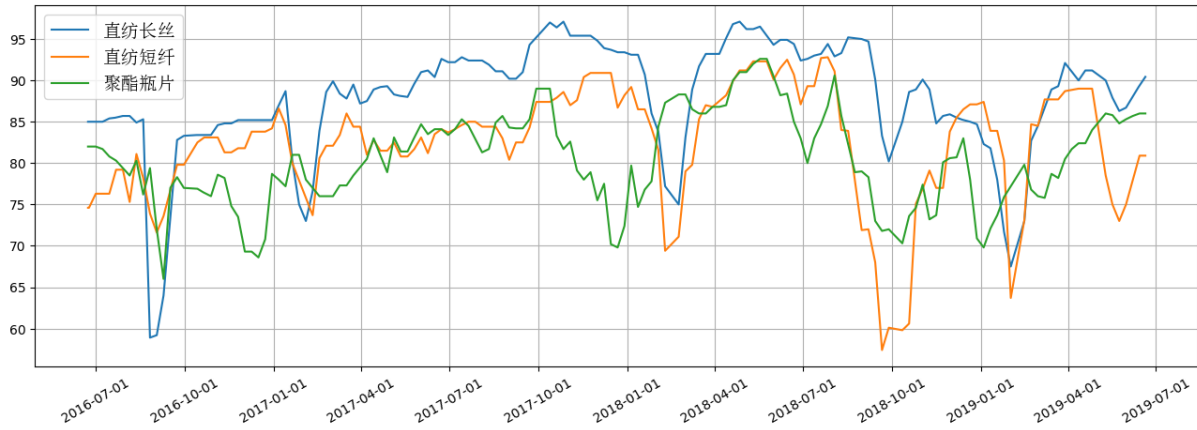
3.1 供需库存

2019 年上半年, 上半年产能净增 233 万吨, 增速约 4%, 上半年产量约 2423 万吨, 增速约 7%, 基本符合年初 6-7% 的产量增速预期。上半年聚酯产能利用率在 87%, 年内春节和 4-5 月负荷有明显降负, 因年内产销不佳情况较多, 产成品库存同比明显偏高。但 6 月, 随中美领导人通话提振市场情绪, 刺激终端采购后, 聚酯工厂产成品库存恢复至较低水平, 有望支撑未来 1-2 个月的开工。

下半年来看, 终端产成品库存、纺服产业链存货、国内纺服零售额、纺服出口增速等指标

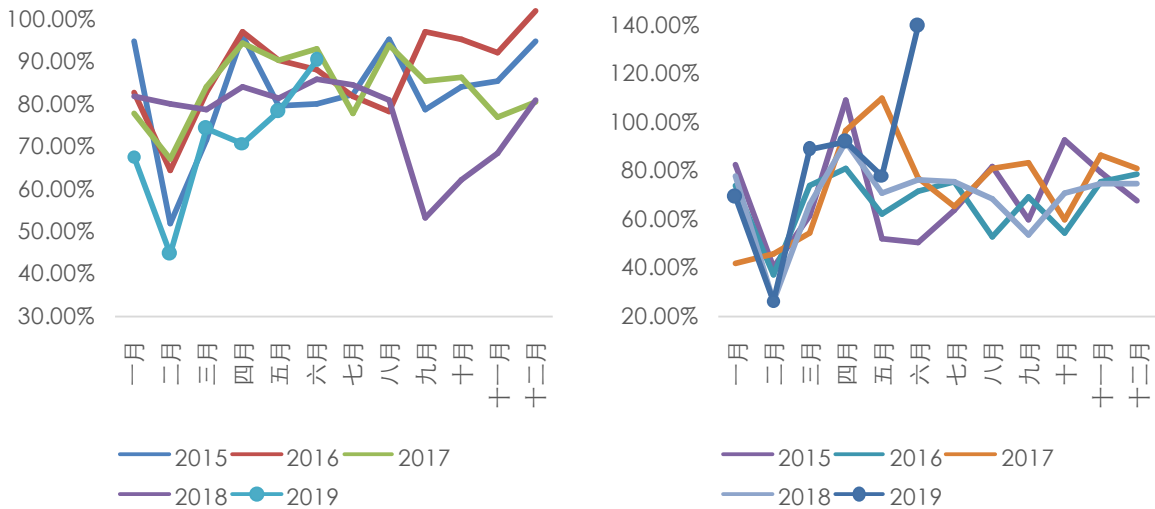
仍显示终端没有明显好转，除非未来中美贸易实质性缓和或经济政策刺激增速回暖，聚酯产成品库存仍有在三季度大幅积累可能，下半年聚酯负荷难以长期维持高位运行，因此对下半年聚酯产量增速仍维持 6-7% 的预期。

图 12: 长丝、涤短、瓶片负荷



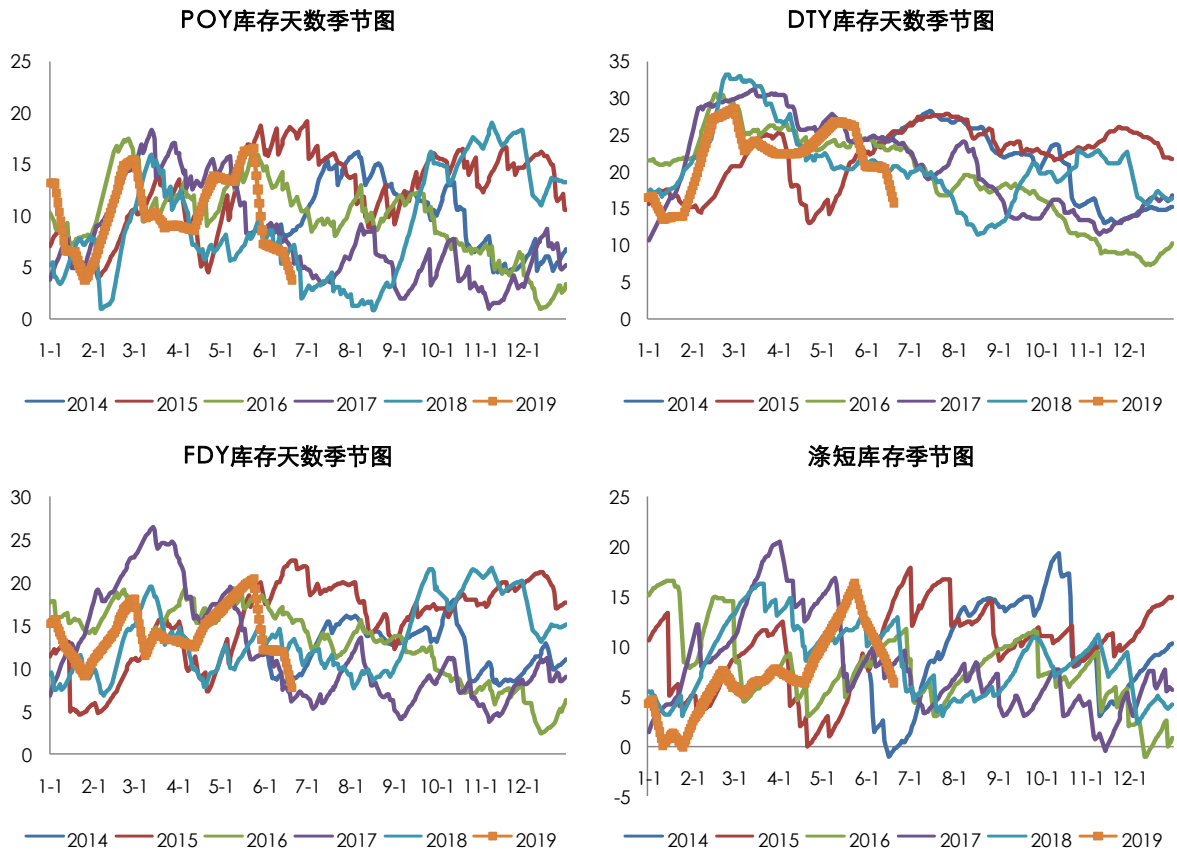
数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 13: 长丝 (左) 和涤短 (右) 月均产销



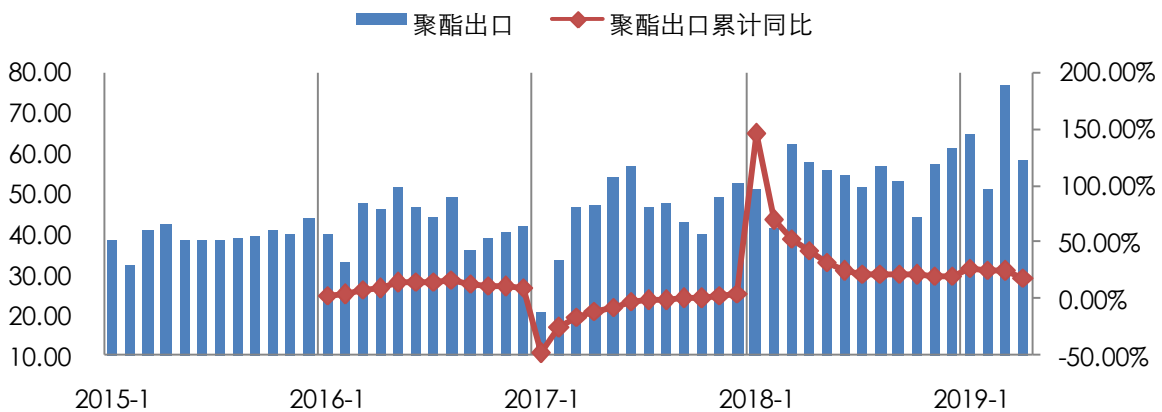
数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 13: 长丝及短纤库存天数



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图 14: 聚酯出口以及累计同比



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

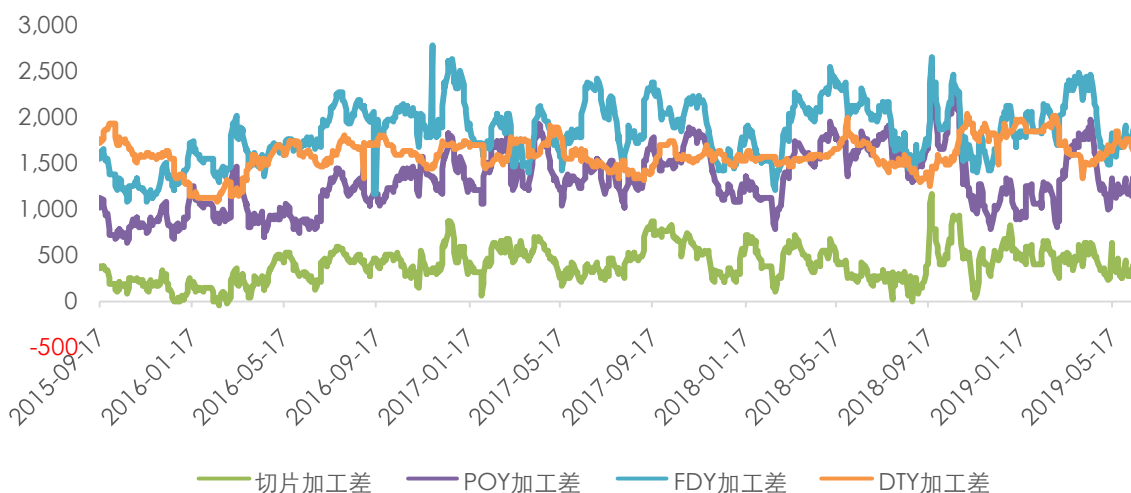
3.2 加工毛利

上半年, 各聚酯产品纸面现金流表现平稳, 除 2-3 月有一定低迷外, 其余时间均表现尚可。品种上, POY 及涤短弱于去年同期, 但其余品种与去年持平。

典型品种表现上，半光切片日均现金流 181 元/吨，同比增 20 元/吨；POY 日均 162 元/吨，同比减 152 元/吨；FDY 日均 420 元/吨，同比增 15 元/吨；DTY 日均 435 元/吨，同比增 127 元/吨；涤短日均 359 元/吨，同比降 45 元/吨；瓶片日均 374 元/吨，同比降 817 元/吨。

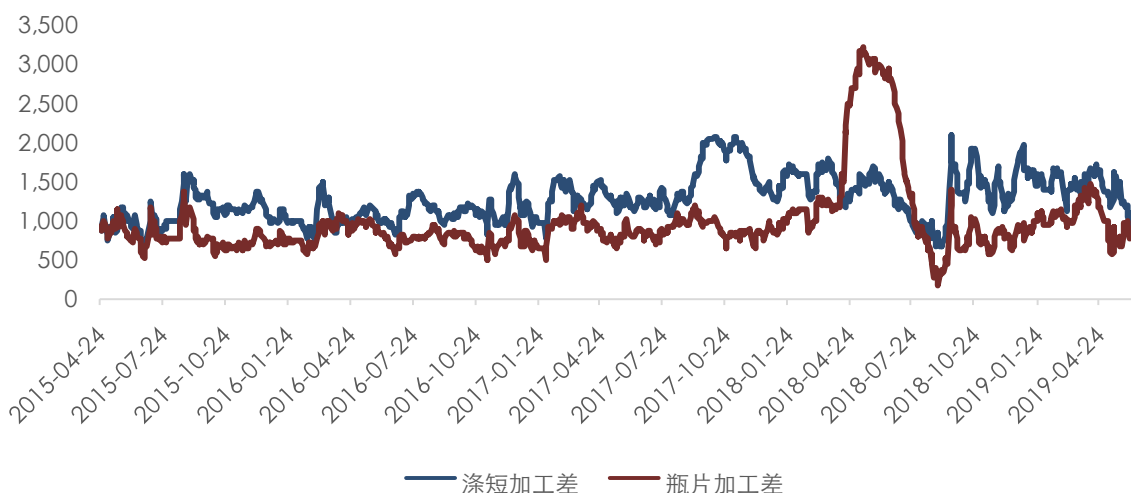
下半年来看，当下产业链不利之处仍在于终端订单不佳，终端产成品同比仍处于较高水平，尽管当下聚酯产成品库存尚可，但更多是转移至终端手中，透支了未来的采购需求，实际需求表现仍因贸易环境的不确定性以及经济增长走弱的现实而难以放量。若目前经济增长走弱的现实维持，那预计下半年终端采购仍将呈现偏谨慎，聚酯仍会在三季度有明显季节性累库，聚酯加工毛利较难有显著提升，预计以平稳运行为主。

图 15: 切片、POY、FDY、DTY 加工差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 瓶片、涤短加工差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

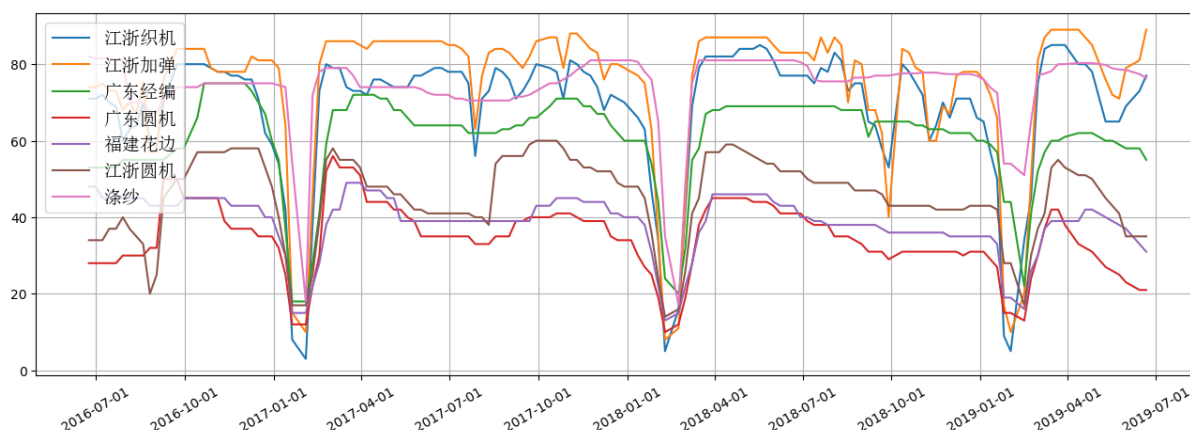
3.3 终端纺服的宏观数据

上半年，终端各类纺织机械负荷同比偏低。江浙织机、江浙加弹、华南织机平均在 62.7%、69.3%、42%和 73%，同比变化-6%、-4%、-6%和-1%。

轻纺城成交数据看，上半年日均成交总量 952 万米上下，同比少 63 万米左右。化纤布日均在 639 万米左右，同比少 39 万米。

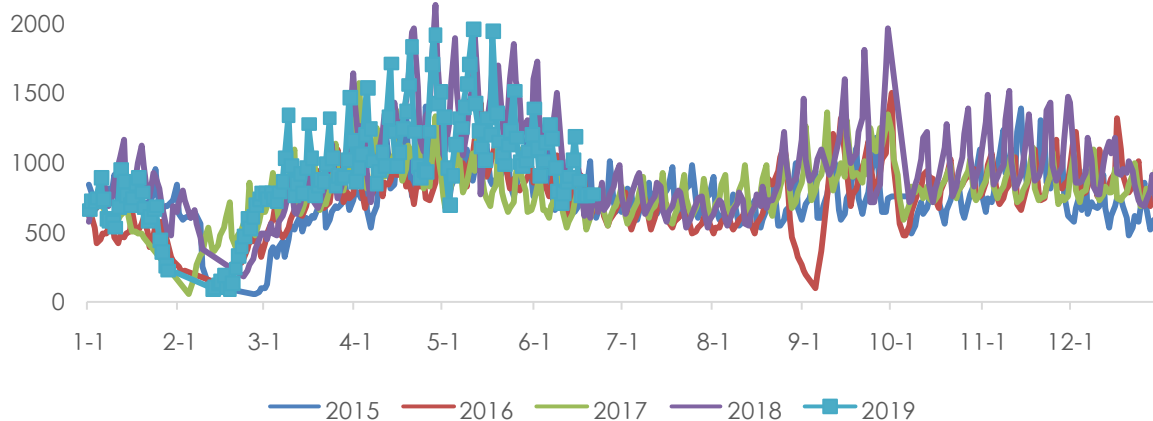
盛泽地区坯布库存同比偏高，处于历史高位，6 月下旬 42 天，同比增 19 天。

图 17：终端负荷



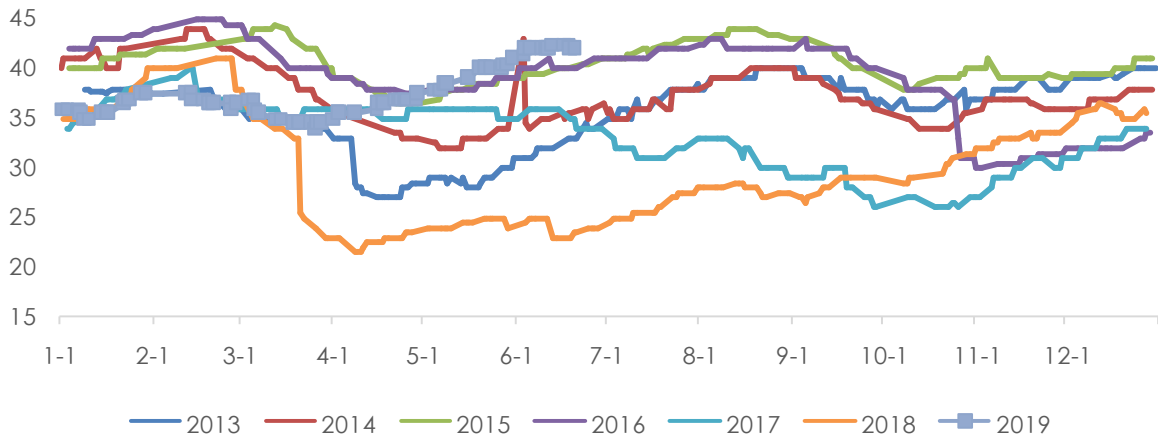
数据来源：CCF，兴证期货研发部

图 18：轻纺城成交量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

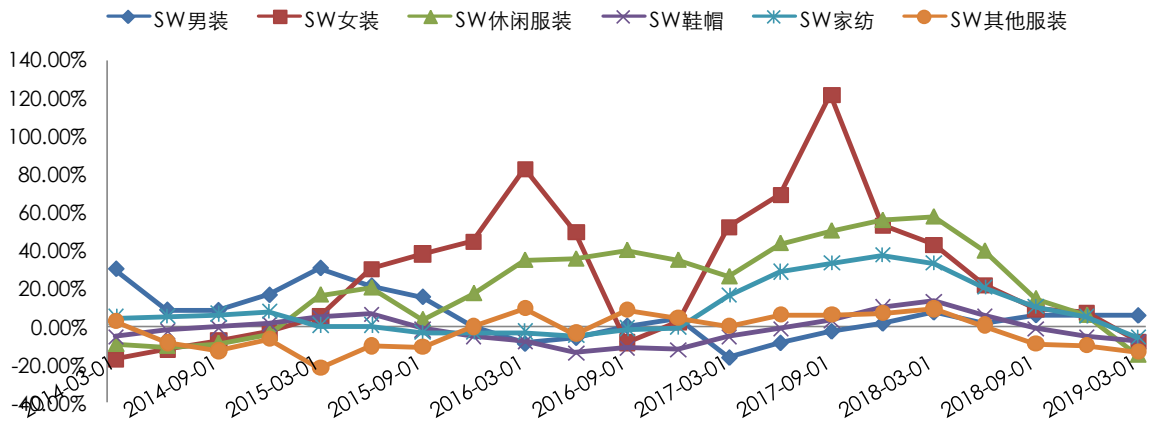
图 19: 盛泽地区坯布库存天数



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

A 股市场的纺服板块营收情况表现疲弱, 去年表现突出的女装、休闲服装、家纺的 2019 年一季度营业收入同比仅在-7.92%、-15.16%和-5.85%, 去年同期在 42.92%、57.89%和 33.19%。

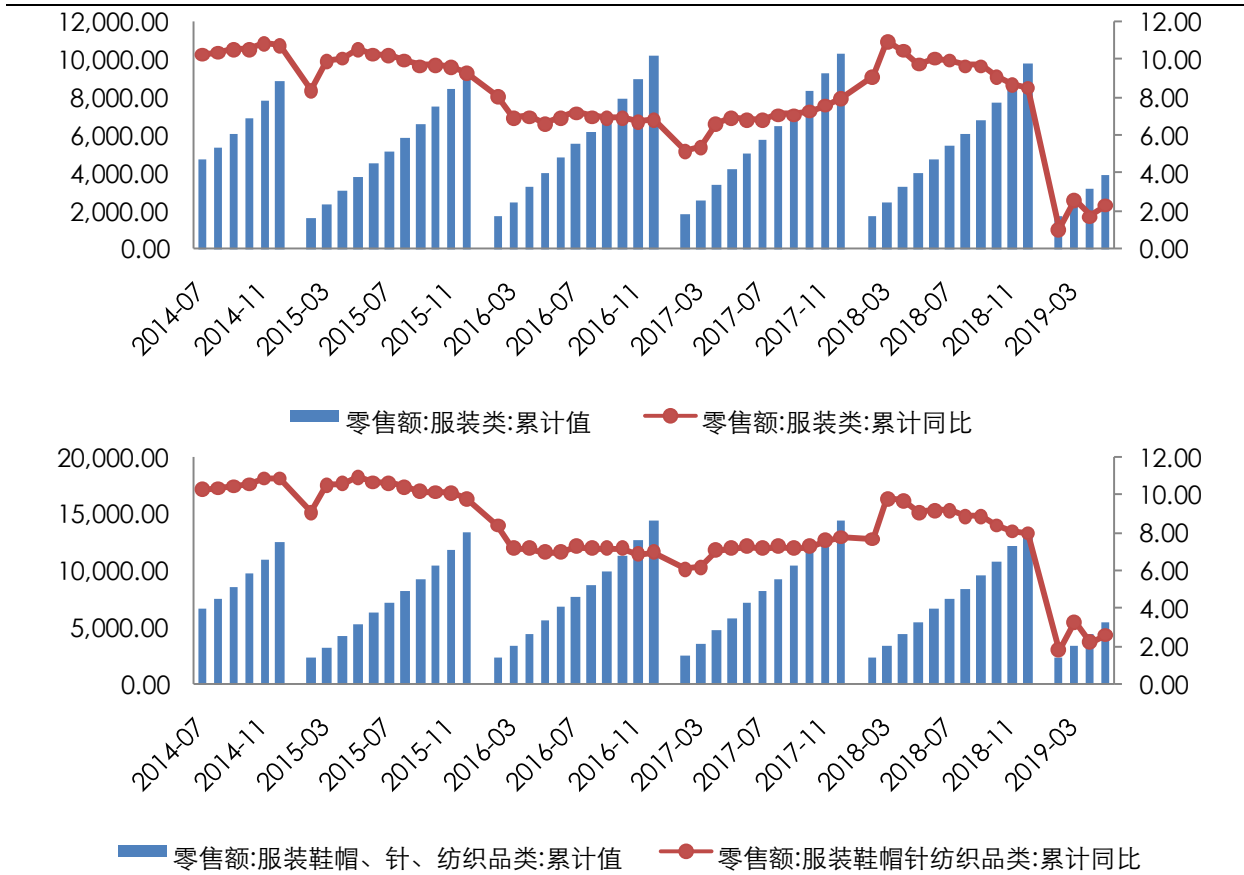
图 20: A 股纺服板块各子类营收情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

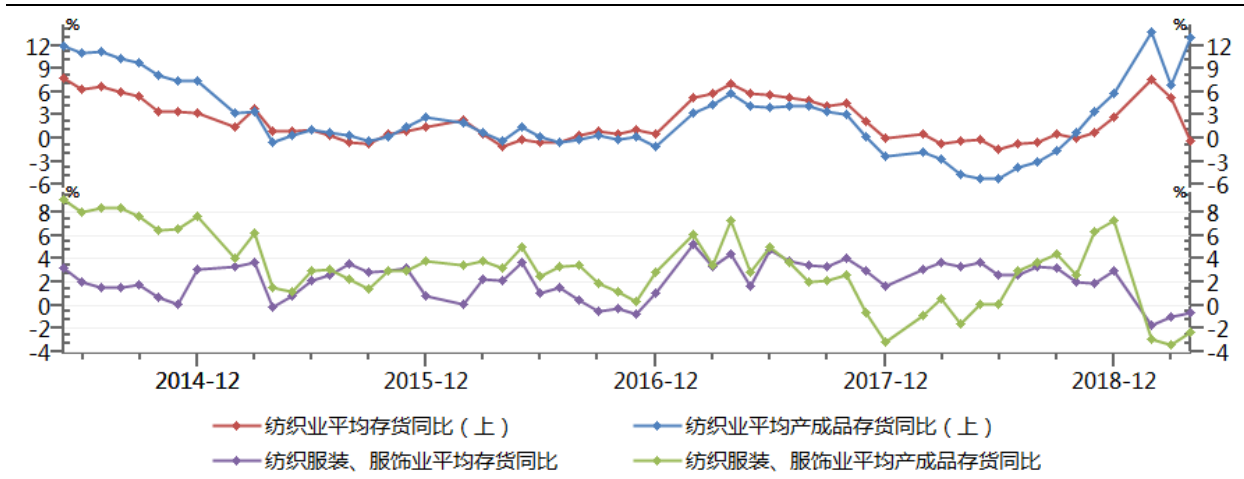
内需方面, 据统计局公布数据显示, 2019 年 1-5 月, 限额以上服装类商品零售总额累计值在 3974 亿元, 累计同比在 2.3%, 去年同期在 9.8%。限额以上服装鞋帽针纺织品零售总额累计值在 5458.9 亿元, 累计同比在 2.6%, 去年同期在 9.1%。

图 21: 国内纺织服装消费



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 行业存货和产成品存货同比

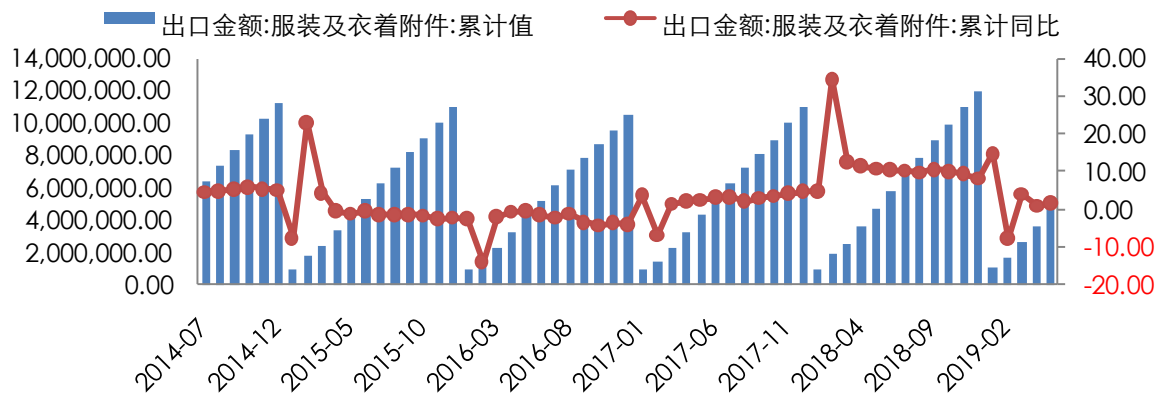
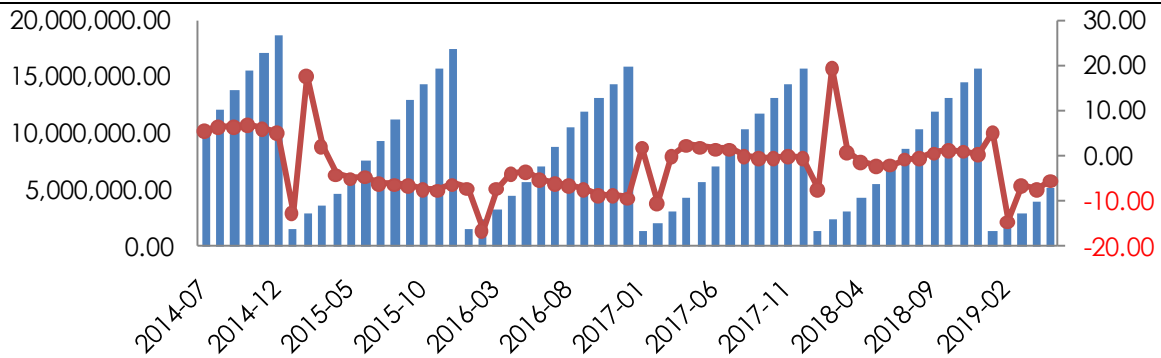


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

出口方面, 据海关总署公布数据显示, 按美元计, 2019 年 1-5 月我国累计出口纺织纱线、织物及制品 4831200 万美元, 累计同比 1.5%, 去年同期在 10.7%。累计出口服装及衣着附件 5127660 万美元, 累计同比在-5.5%, 去年同期在-2.2%。

美国服装及服装面料类的批发商库存销售比截止 2019 年 4 月末在 2.17, 去年同期在 1.98。

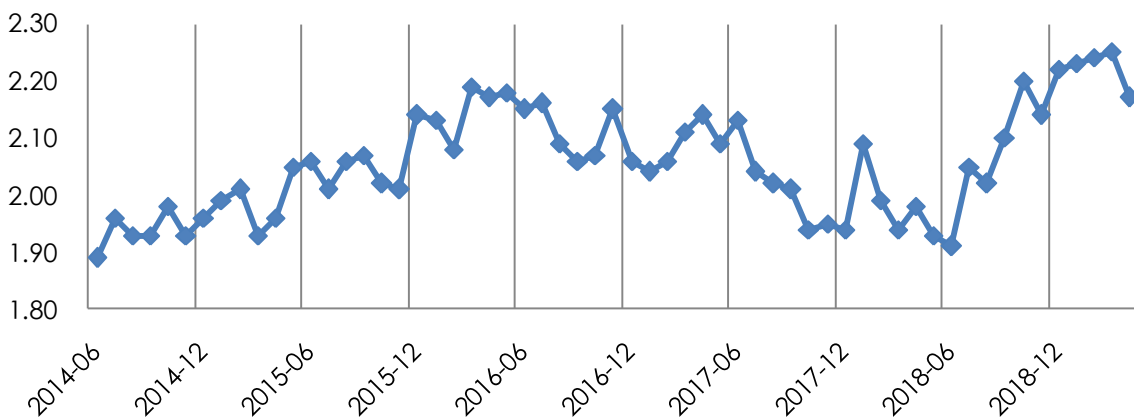
图 23: 纺织服装出口情况



■ 出口金额:服装及衣着附件:累计值 ● 出口金额:服装及衣着附件:累计同比
■ 出口金额:纺织纱线、织物及制品:累计值 ● 出口金额:纺织纱线、织物及制品:累计同比

数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: 美国批发商纺服库销比



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.策略建议

展望下半年,中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济增速转弱的现实仍是影响产业链整体需求的最重要因素。当下数据仍显示终端纺服的内外需均呈现疲弱状态,若无外部利好改善,

聚酯产业链需求仍难有趋势好转，将呈现明显季节波动。

PTA 当下库存水平尚可，下半年社会库存预计将稳步上抬，但紧平衡下，库存上抬节奏仍显著受装置检修安排以及新装置投产进度影响。随恒力 PX 稳产运行，且后期中化弘润、恒逸文莱、浙石化等投产或相继来临，PX 下半年供求逐渐宽松，PX 毛利水平较难反弹，PTA 毛利水平预计继续维持强势。

MEG 高位库存去化仍需依赖海内外装置主动降负，若无明显降负，则高位库存仍然难去。毛利预计长期维持低位。

策略建议上，下半年 PTA 或仍以宽幅震荡为主，TA09 合约仍可逢低试多或逢低介入 9-1 正套，三季度末或面临库存积累，届时 TA11-1、1-5 反套或有机会介入；MEG 目前持续偏弱震荡，暂观望，若有技术性反弹，则可考虑单边试空或跨期反套；多 TA 空 EG 仍可继续关注，节奏把握参考 TA 单边。仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。