

部分化工装置利润修复 远期利润仍承压

2023年11月17日 星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

王其强

电话：0591-38117680

邮箱：

wangqq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

近期随着油价回落，而国内化工背离油价，总体走势偏强，部分油制相关化工品利润修复明显，以PTA最为明显，而煤价、天然气、丙烷价格相对坚挺，相关化工利润修复不明显，企业利润依然承压。不过从远期来看，不论是聚酯原料，还是聚烯烃，仍是高新增产能投放周期，而终端需求增速仍受限，预计在成本向下传导不舒畅，以及化工新增产能压制下，相关化工品利润仍承压。

报告目录

一. 化工品成本走弱有所分化	3
1. 巴以冲突未实质影响&累库 原油承压回落.....	3
2. 煤价回落温和 存在冬季保供支撑.....	4
3. 欧洲天然气宽幅偏强震荡.....	5
4. 丙烷围绕进口成本支撑与弱内需博弈.....	5
二. 部分化工品产业利润有所分化.....	6
1. 聚酯产业链利润向聚酯原料修复.....	6
2. 部分化工品装置利润修复 远期仍承压.....	10
三. 部分化工装置利润修复 远期利润仍承压.....	11

图表目录

图表 1: 美联储货币政策与 WTI 原油走势.....	3
图表 2: 美联储商业原油库存.....	3
图表 3: 动力煤现货价格.....	4
图表 4: 欧洲天然气.....	5
图表 5: 丙烷 CP 价格.....	5
图表 6: 2023-2024 年 PTA 新增产能.....	7
图表 7: MEG 计划新增产能.....	7
图表 8: PTA 加工差.....	7
图表 9: PXN.....	8
图表 10: MEG 煤制利润.....	8
图表 11: MEG 石脑油制利润.....	9
图表 12: 聚酯企业利润.....	9
图表 13: 2023-2024 年 MEG 新增产能.....	10
图表 14: 聚丙烯各路线利润.....	11

一. 化工品成本走弱有所分化

1. 巴以冲突未实质影响&累库 原油承压回落

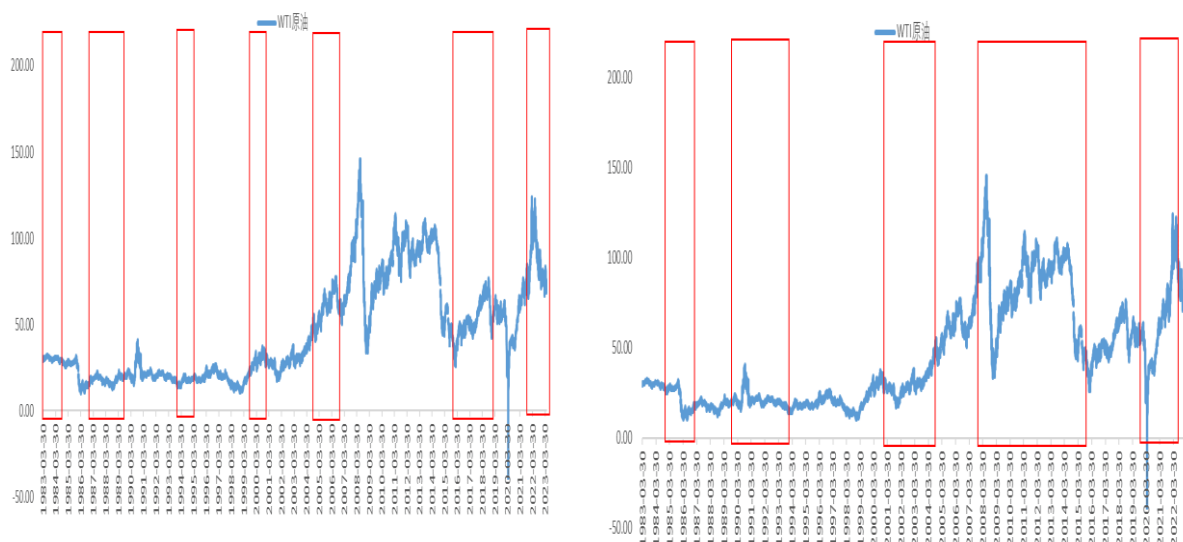
巴以冲突引发的地缘政治扰动未对原油形成实质影响,美国原油库存累库,油价承压回落。

今年6月底以来,WTI原油从70美元/桶下方涨至95美元/桶,主要在宏观无风险压力下,需求尚可,沙特及俄罗斯减产下供应端收缩提振原油价格走强。需求相对稳定下,市场主要交易OPEC+产油国减产逻辑。

目前原油从高位95美元/桶回落至75美元/桶附近,几乎跌去了前期的涨幅。主要一方面,巴以冲突未形成原油供应实质影响,地缘政治扰动带来的风险溢价削弱;另一方面,虽然目前美国原油商业库存特别是库欣地区库存仍处于低位,但美国商业原油库存呈现累库预期,最新EIA数据显示,截止11月10日当周,美国商业原油库存增加300万桶至4394亿桶,超市场预期。

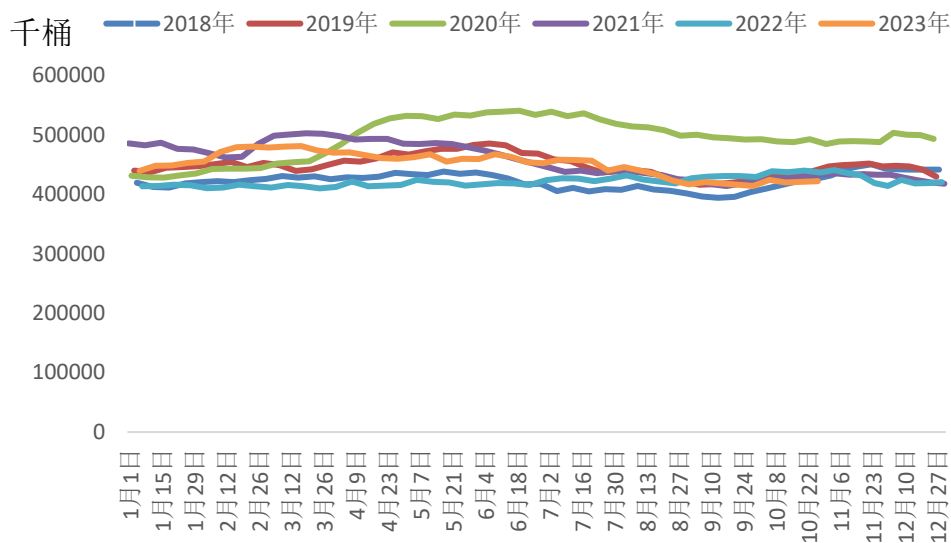
宏观压制仍在,我们从美联储政策与原油走势关系分析来看,1983年至今共有7轮加息周期,从统计看,在加息周期呈现上涨,特别是加息前半段,主要受加息前期宏观经济仍相对乐观。加息中后段,原油出现高点。当前加息周期始于2022年3月,强加息下衰退忧虑攀升,2022年7月原油出现顶点,目前处于本轮加息中后阶段。1983年以来至今美联储总共有5次降息周期,原油3次下跌,2次上涨,所以并不是降息油价就能上涨,特别是降息初期,因为出现风险事件,经济衰退,油价都先有一波下跌。当下加息周期后半段,降息周期预期较强,从历史看对油价不能说有多大利好。

图表 1: 美联储货币政策与 WTI 原油走势



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 2: 美联储商业原油库存



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

2. 煤价回落温和 存在冬季保供支撑

从9月底以来动力煤价格依据秦皇岛港平仓价从1000元/吨跌至950元/吨,跌幅5%左右,较原油跌幅20%左右,跌幅较小。主要随着迎峰度冬旺季临近,保供支撑煤价。具体看,供应端,主产区煤矿基本维持正常生产,随着近期国内气温大幅降低,市场情绪有所改善,下游补库需求增加,询货好转;需求方面,本周以来随着气温转冷,电厂煤耗加速攀升,冬季保供季节性对煤价形成一定支撑。总体来看,煤价存在冬季保供需求支撑。

图表3: 动力煤现货价格



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

3. 欧洲天然气宽幅偏强震荡

欧洲风暴或拉动需求震荡上行，风暴过后，欧洲气温环比进一步下行，取暖需求攀升，欧洲基本进入取暖季去库窗口，截至 11 月 12 日，欧盟 27 国的天然气在库储量达到 1134TWh，周环比下降 0.1pct，增强气价下方支撑。美国天然气方面，本土产量高位上行，气温偏高抑制本土消费，出口增幅受限产能，短期气价上行动能不足；明年一二月存寒潮预期，中期气价重心中枢预期窄幅上移。

图表 4：欧洲天然气



数据来源：同花顺，兴证期货研究咨询部

4. 丙烷围绕进口成本支撑与弱内需博弈

近期丙烷走势较原油偏强，主要 10 月巴拿马运河经历了 40 年以最严重的干旱，降雨量比平时少了 41%，加通湖水位也处于历史极低水平，导致船只通过巴拿马运河时间增加，船运费大幅上涨，CP 及 FEI 丙烷价格大幅上涨，国内丙烷进口成本攀升。不过随着丙烷价格攀升，国内 PDH 装置亏损放大，PDH 装置负荷下滑，国内化工需求有所承压。

图表 5：丙烷 CP 价格



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

综上所述，近期化工品成本端总体呈现油弱煤气丙烷偏强格局，成本端有所分化，冬季季节性因素影响，预计成本端该格局将延续，化工品成本及利润将继续分化。

二. 部分化工品产业利润有所分化

1. 聚酯产业链利润向聚酯原料修复

近期聚酯产业利润变化较为明显，利润向聚酯原料修复。俄乌战争爆发以来，原油波动剧烈，同时芳烃调油逻辑，加剧PX偏紧格局，成本向终端传导情况成为市场博弈的焦点，而PTA又处于高新增产能投放周期，年新增产能增速超10%，PX新增产能低于PTA新增产能，因此PTA加工差受聚酯及PX端挤压明显，PTA加工差持续低迷，一度跌破0元/吨，今年均值仅200元/吨。目前，随着终端负反馈，聚酯累库有所累库，而PTA装置有所扰动，装置负荷处于低位，叠加上游原油持续回落，芳烃调油支撑回落，PXN从400美元/吨上方跌至350美元/吨附近，多因素共振使得PTA加工费修复至400元/吨上方。后续来看，11月部分装置存在重启预期，目前主要检修装置恒力石化220万吨装置、英力士110万吨、逸盛宁波220万吨及四川能投100万吨产能11月均有重启计划，此外前期长停的汉邦石化220万吨产能预计年内也将重新投产，目前加工差回升明显，行业利润回升，预计装置将按计划重启，负荷将有所回升；另一方面新增投放预期仍较高，海南逸盛250万吨装置其中一条线已经投料生产，整体装置如预期投放，2024年仍预计有1000万吨以上新增产能，2024年一季度包括宁波石化150万吨、仪征化纤300万吨新增产能有望落地，整体有效新增产能预期较强。而PX新增产能依然较少，今年PX新增产能770万吨，而PTA新增产能预计1220万吨，2024年预计PX新增产能仅300万吨。因此，总体仍处于PTA新增产能较多，PX新增产能较少的状态，PTA加工差仍承压。

从乙二醇来看，近年石脑油制持续处于亏损状态，曾一度亏损超 200 美元/吨，煤制装置随着上半年煤价回调，装置利润有所修复。目前随着原油回落，石脑油制利润亏损有所缓和，亏损幅度缩小至 170 美元/吨，乙二醇利润亦有所修复，只是修复力度不及 PTA，总体 MEG 利润处于低位。从新增产能来看，榆能化学 40 万吨新增产能如预期逐步投放，此外新疆中昆 60 万吨新增产能超市场预期近期将投放。从 2024 年计划新增产能来看，仍有预计 190 万吨新增产能，新增产能增速预期下滑，且实际能落地新增产能或少于计划量，特别在明年三季度前除今年年底投放的榆能化学 40 万吨新增产能，及中昆 60 万吨新增产能有落地预期外暂无其它新增产能预期。因此，总体新增产能计划增速放缓，且实际落地预期下降，2024 年乙二醇利润或有支撑。

图表 6: 2023-2024 年 PTA 新增产能

装置	产能 (万吨/年)	投产时间
恒力石化 (惠州) 1#	250	2023 年 3 月
嘉通能源	250	2023 年 5 月
恒力石化 (惠州) 2#	250	2023 年 7 月
海南逸盛	250	2023 年 11 月
宁波石化	150	计划 2024 年一季度
仪征化纤	300	计划 2024 年一季度
虹港石化三期	250	计划 2024 年下半年
独山能源二期 1#	250	计划 2024 年下半年

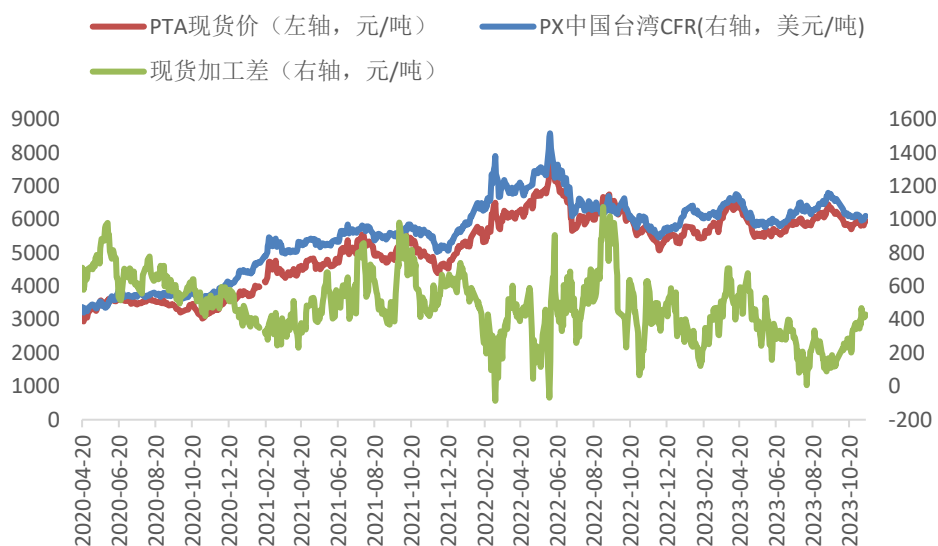
数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 7: MEG 计划新增产能

装置	产能 (万吨/年)	投产时间
榆能化学	40	2023 年 11 月
新疆中昆	60	2023 年 11 月
裕龙岛炼化 1#	80	计划 2024 年
中化学有限公司	30	计划 2024 年
宁夏宝利新能源 1#	20	计划 2024 年

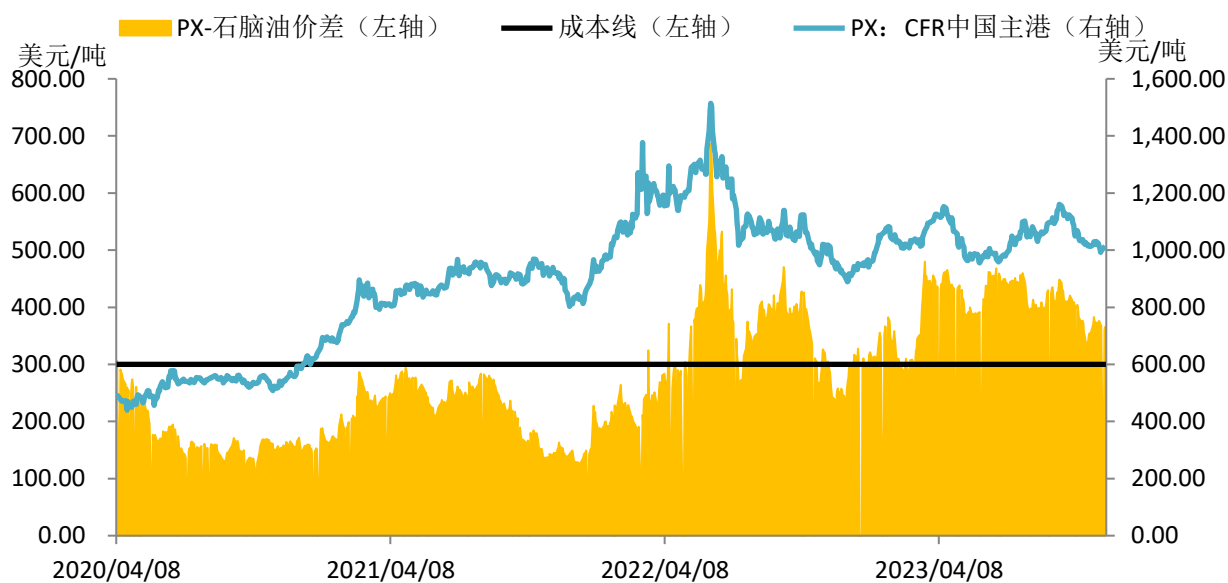
数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 8: PTA 加工差



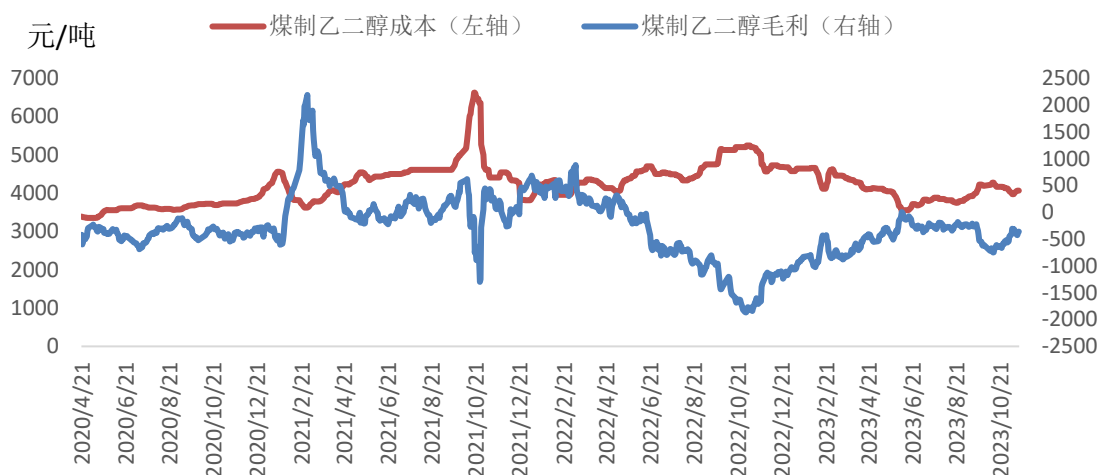
数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 9: PXN



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 10: MEG 煤制利润



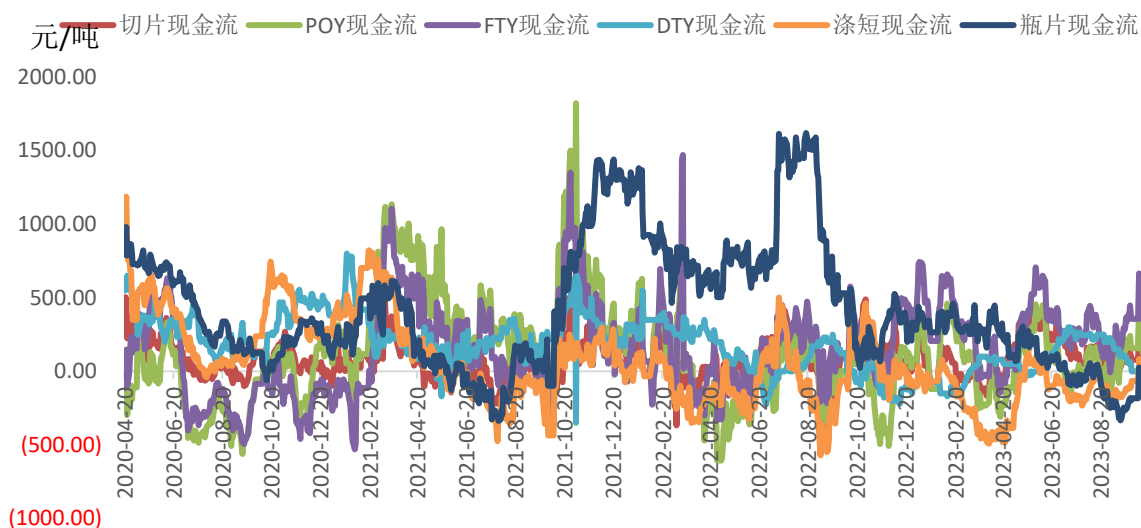
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 11: MEG 石脑油制利润



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 12: 聚酯企业利润



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 聚丙烯装置利润分化

聚丙烯装置原料迥异，装置利润分化。聚丙烯有PDH制、煤制、油制、外采丙烯，其中PDH制占比20%左右、煤制占比30%、油制占比49%，因此聚丙烯装置利润变化有所分化。具体来看，煤制方面，2021年煤价高位时，煤制装置利润一度亏损1000元/吨，后随着煤价回落，煤制利润有所修复，目前仍小幅亏损状态，部分有煤资源一体化企业存在一定利润，冬季保供下，煤价相对坚挺，限制煤制企业利润修复；油制方面，2022年俄乌战争爆发后，原油总体偏强状态，成本向终端传导不顺畅，油制一直处于亏损状态，目前随着油价大幅回落，而聚丙烯相对坚挺，油制企业利润有所修复；PDH方面，随着国内PDH新增产能不断投放，丙烷价格相对坚挺，PDH利润受压制，近期巴拿马运河干枯影响，通行效率下降，运费上涨，丙烷价格背离油价明显，PDH利润依然承压。虽然近期油制装置利润有所修复，但远期来看，聚丙烯新增产能较多，2024年依然有近1000万吨新增产能将投放，聚丙烯装置利润总体仍承压。

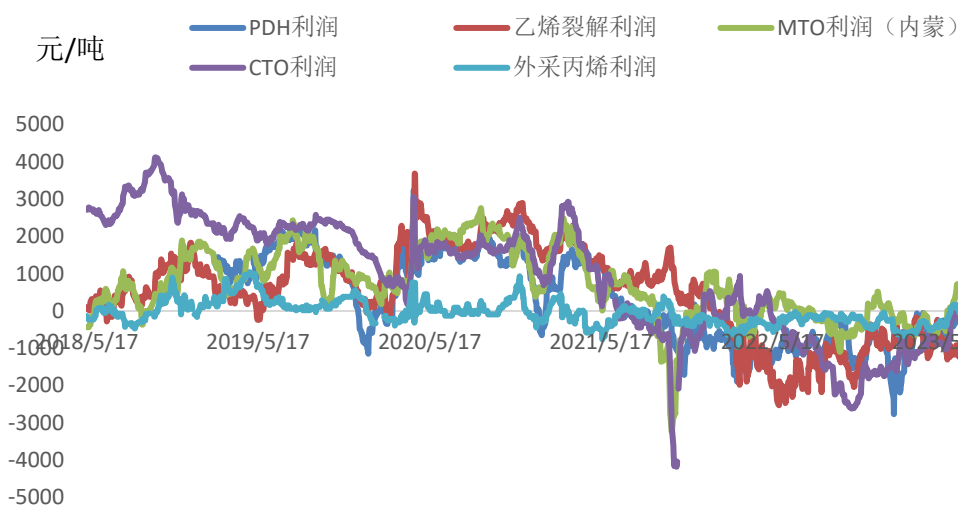
图表 13：2024 年聚丙烯新增产能

企业	产能（万吨/年）	装置工艺	投产时间
华亭煤业	20	煤制	计划 2024 年 3 月
中景石化	60	PDH	计划 2024 年 3 月
广东石化	20	油制	计划 2024 年 3 月
山东金诚	30	PDH	计划 2024 年 5 月
万华化学	50	PDH	计划 2024 年 6 月
利华益维	20	PDH	计划 2024 年 6 月
裕龙石化	120	油制	计划 2024 年 9 月
裕龙石化	70	油制	计划 2024 年 12 月
广西石化	40	油制	计划 2024 年 12 月
东华能源	40	PDH	计划 2024 年 12 月

延长中燃	30	PDH	计划 2024 年 12 月
浙江圆锦	60	PDH	计划 2024 年 12 月
永荣新材料	80	PDH	计划 2024 年 12 月
蓝天能源	90	PDH	计划 2024 年 12 月
新海石化	30	PDH	计划 2024 年 12 月
能源投资集团	30	PDH	计划 2024 年 12 月
荣信化工	45	煤制	计划 2024 年 12 月
镇海炼化二期	50	油制	计划 2024 年 12 月
埃克森	95.5	油制	计划 2024 年 12 月

数据来源：隆众资讯，卓创资讯，兴证期货研究咨询部

图表 14：聚丙烯各生产路线利润



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

三、部分化工装置利润修复 远期利润仍承压

综上所述，近期随着油价回落，而国内化工背离油价，总体走势偏强，部分油制相关化工产品利润修复明显，以 PTA 最为明显，而煤价、天然气、丙烷价格相对坚挺，相关化工利润修复不明显，企业利润依然承压。不过从远期来看，不论是聚酯原料，还是聚烯烃，仍是高新增产能投放周期，而终端需求增速仍受限，预计在成本向下传导不舒畅，以及化工新增产能压制下，相关化工品利润仍承压。

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。本报告清晰准确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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。