

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

需求未证伪前仍是多头思路  
需要关注终端恢复情况

一德期货 郑邮飞

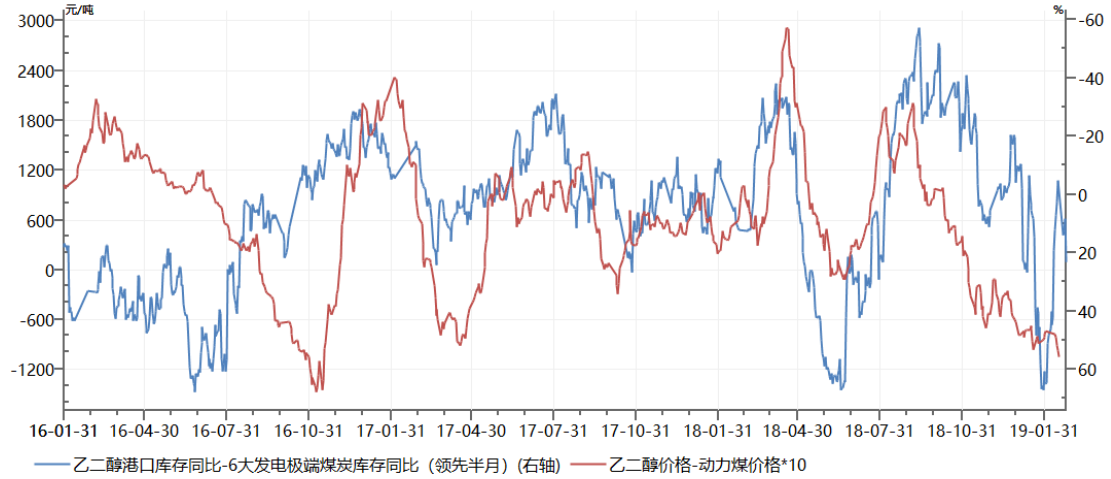
投资咨询号: Z0010566

郑玉洁

从业资格证: F3054845

## 1、核心逻辑：

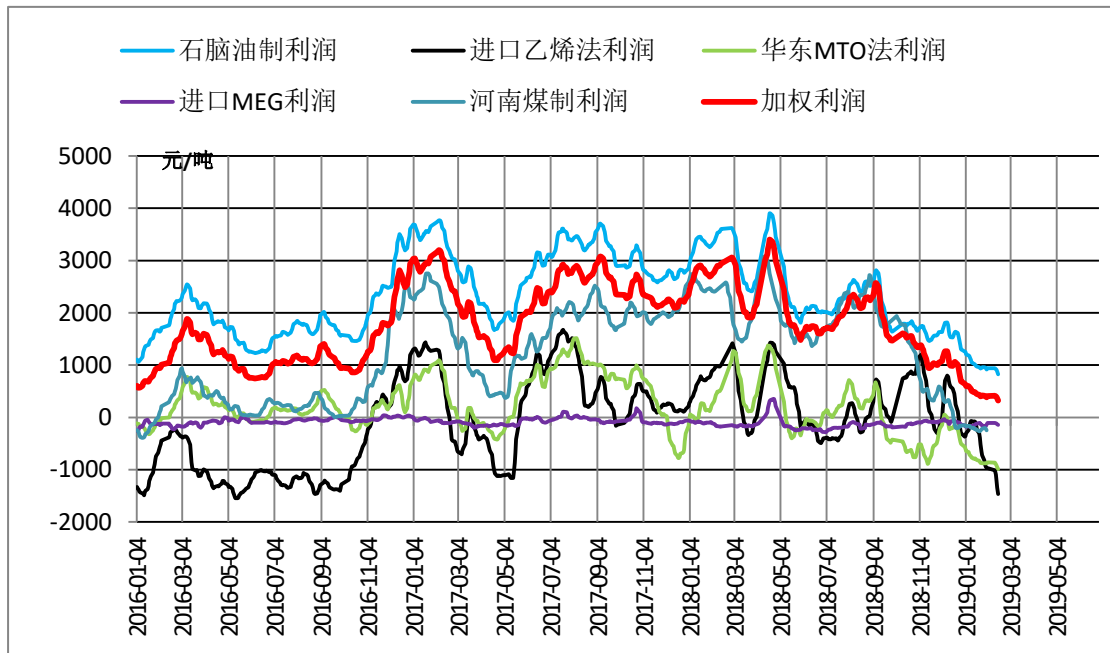
- (1) PTA&MEG 短期核心逻辑：PTA1 月的上涨有几方面的原因，一是在于宏观资金氛围的边际好转，一是成本面原油上涨的支撑，一是基本上 PTA 预期较好，特别是 1 月初终端的集中补库搬空了聚酯库存，增强了乐观预期。尽管 1 月处于累库阶段，但对未来较好的需求预期使得资金愿意将 PTA 作为多头配置。因此在需求真空期，PTA 依然一路上涨。之前报告中亦分析了，PTA 连续的上涨已经反映 PTA 较好的基本面，在此次回调之前，PX-NAP 价差已经达到 600 美金以上，PTA 加工费亦达到 1000 元以上，如果对标 2018 年 7-8 月的行情，当时 PX-NAP 价差最高到 650 美金以上，PTA 加工费最高到 2000 元以上，而此时非彼时，不说基本面预期要弱于彼时，当前 PTA 价格推这么高仅靠的是预期，因此总体说 6700 以上的 PTA 在当前属于偏高估。那么 PTA 调整后上涨空间有多少？我们继续对标 2018 年 7-8 月份的行情，NAP-原油价差方面，当前在 30 美金上下，2018 年达到过 100 美金左右，但在当前轻油弱于重油的油市背景下，不宜给 NAP-原油较高的估值，暂且维持当前水平；PX 方面当前接近于 600 美金价差，已经算反应 2 季度检修预期以及 PTA 高景气度预期。PTA 方面加工费当前 600 元左右，算是低估。聚酯方面，当前综合利润仍有（部分品种亏损），且上半年还存在较好的需求预期，有扩张修复的动能，这样对 PTA 上涨有一定的利多。因此总体看，下游需求预期较好，PTA 上涨基本靠扩 PTA 自身加工费来实现。如果我们预期 1500 的加工费，这样在当前价位上，最多有 900 元的上涨空间（原油假设预估 BRENT65 美金，如果继续上涨，上涨 1 美金对于 PTA 成本支撑贡献 40 元/吨左右）。不过要时刻关注下游的承受力度，如果下游利润亏损，PTA 上涨空间受限。MEG 方面：供给高开工，目前报出的检修仍较少，在高库存，未来预期产能较多背景下，向上驱动亦难寻。但市场是聪明的，价格大幅下跌，利润大幅压缩已经反映弱势预期，总体上或重复 15-16 年 PTA 的走势—底部震荡。短期关注国内外检修情况，同时关注终端复苏情况。
- (2) PTA 方面：供需面 2019 年相对较好，目前库存相对较低，需求预期尚可，上半年应作为多头配置。下半年风险在于大炼化投产导致的 PX 价格下跌（**关注恒力投产进程**），PTA 成本塌陷。  
策略：180 价差 5-9 正套，前期提示 6300 入场多单持有。
- (3) MEG 方面：高库存是压制其上涨的重要因素，也是近期反套的主要逻辑。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，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，乙烯价格当前坚挺，目前价位 MEG 向下空间有限，短期主要在于高库存压制价格的反弹。  
策略：短期反套（空 1906 多 1909）；单边大周期逢高沽空（产能投放周期），但短期利空已兑现，或进入价格改变供需阶段，短期空单止盈；多 TA 空 EG（短期止盈，待修复后重新入场）。  
多 EG 空 ZC 小仓入场（上半年 EG 利润修复）。



#### (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
2019-02-15	29		569				584		596		120		509		1777	
2019-02-14	29		569		393		659		634		120		466		1855	
2019-02-13	30	-2	567	577	399	324	827	756	695	713	126	121	393	399	2010	2015
2019-02-12	32		589		414		865		830		120		295		2219	
2019-02-11	33		592		413		844		811		122		330		2216	
2019-02-01	25		573		423		983		964		128		304		2160	
2019-01-31	45		558		425		883		950		104		390		2096	
2019-01-30	37	7	553	559	424	413	890	920	826	882	114	119	427	408	2022	2058
2019-01-29	19		559		407		922		857		124		464		1970	
2019-01-28	37		551		385		922		911		124		457		2044	
2019-01-25	28		566		394		849		789		116		411		2023	
2019-01-24	18		564		373		874		794		127		455		1965	
2019-01-23	25	-9	568	569	376	383	813	838	719	738	120	116	449	382	1980	2014
2019-01-22	29		574		383		879		709		112		323		2113	
2019-01-21	26		575		388		774		680		106		273		1990	
2019-01-18	26		552		371		703		610		111		366		1770	
2019-01-17	34		547		389		742		505		118		353		1816	
2019-01-16	36	3	556	558	390	386	697	690	473	496	110	110	310	339	1846	1841
2019-01-15	28		572		397		663		481		108		312		1864	
2019-01-14	46		562		382		647		412		105		353		1906	
2019-01-11	48		548		370		633		378		106		355		1819	
2019-01-10	24		551		351		701		403		114		328		1750	
2019-01-09	14	-15	546	533	340	345	736	760	446	465	125	126	290	336	1696	1736
2019-01-08	24		519		327		847		551		142		359		1685	
2019-01-07	44		501		335		881		548		146		346		1731	
2019-01-04	36		485		327		954		668		162		349		1648	
2019-01-03	23		480		301		984		637		174		428		1557	
2019-01-02	28	-18	468	476	288	304	995	984	653	633	205	185	541	446	1510	1678
2018-12-28	72		462		294		1003		598		193		481		1784	
2018-12-27	69		482		313		983		610		192		433		1888	

#### (5) MEG 各工艺利润走势



(6) 商品整体走势

技术上看，文华商品指数周线企稳反弹中，节后资金流入。化工指数周线反弹，日线近期回调。

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%	356.01	18.27%
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%	413.92	7.79%
5月	230.00	283.00	305.00	325.00	333.00	2.46%	341.00	2.40%	406.00	19.06%	431.76	6.35%
6月	235.00	277.00	272.00	295.00	316.00	7.12%	337	6.65%	399.00	18.40%	415.09	4.03%
7月	244.00	283.00	266.00	291.00	325.00	11.68%	354	8.92%	411.00	16.10%	425.84	3.61%
8月	253.00	272.00	255.00	288.00	303.00	5.21%	355	17.16%	410.00	15.49%	418.29	2.02%
9月	260.00	264.00	260.00	301.00	284.00	-5.65%	349	22.89%	366.00	4.87%	409.26	11.82%
10月	256.00	264.00	286.00	303.00	325.00	7.26%	372	14.46%	372.00	0.00%	433.60	16.56%
11月	252.00	253.00	292.00	291.00	318.00	9.28%	360	13.21%	386.00	7.22%	431.76	11.85%
12月	260.00	262.00	300.00	298.00	326.00	9.40%	367	12.58%	401.00	9.26%	443.93	10.71%
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	4962.11				
产量增速		9.03%	2.56%	8.37%	3.86%	12.33%	11.27%	8.51%				
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	表观需求同环比
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	351.86	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	5.08	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	6.50	329.57	13.00	8.00	349.50	342.57	6.94	381.00	349.50	4.50%
2019-02	372.00	6.50	307.94	13.00	8.00	370.50	320.94	49.56	356.01	370.50	16.70%
2019-03	358.00	6.50	347.42	13.00	8.00	356.50	360.42	-3.92	401.65	356.50	1.32%
2019-04	362.00	6.50	358.04	13.00	8.00	360.50	371.04	-10.54	413.92	360.50	5.51%
2019-05	371.00	6.50	373.47	13.00	8.00	369.50	386.47	-16.97	431.76	369.50	11.12%
2019-06	371.00	6.50	359.06	13.00	8.00	369.50	372.06	-2.56	415.09	369.50	15.17%

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	76.32	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	80	0.05	127.64	9	13.62	150.25	8.38%	381
Feb-19	71.00	80	0.05	119.26	9	22.69	150.95	21.15%	356
Mar-19	71.00	80	0.05	134.55	9	7.40	150.95	-4.97%	402
Apr-19	70.00	80	0.05	138.66	9	2.29	149.95	10.32%	414
May-19	70.00	80	0.05	144.64	9	-3.69	149.95	9.65%	432
Jun-19	70.00	80	0.05	139.06	9	1.89	149.95	27.22%	415

1、供给面（PTA）

装置	产能	备注
<b>检修复工</b>		
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日已重启，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。2.14因装置故障降负运行，目前逐渐恢复
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。计划3月停车检修10天左右
三房巷	120	12.25-1.9起停车检修，1.10出料
珠海BP	120	2018.10.18停车，11.22重启。计划4月停车检修15天左右
<b>负荷未满</b>		
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
<b>检修</b>		
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
逸盛海南	200	2018.10.21检修两周，11.4重启。11月周内短停3天
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，计划2.19升温重启
四川晟达	120	计划三月份开车
<b>预期检修</b>		
恒力大连	220	正产运行，计划3月份检修15天
亚东石化	75	2018.11.13-11.28检修
嘉兴石化二期	220	目前正常运行，计划三四月停车检修15天
华彬石化	140	1月26日停车，预计2月底3月初重启
福建佳龙	60	目前正常运行，2月下旬计划检修一周

供给面（MEG）

装置	产能	当前开工率	备注
<b>检修或降负</b>			
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停车检修,计划1.27重启
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		2019.1.4停车检修,1.14重启
河南煤业(新乡)	20		停车中,于2019.1.11点火重启,预计2月底出料
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,初步计划2.18升温重启
<b>检修复工</b>			
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
远东联	50		12.25开工9成偏上,12.28满负荷运行中
<b>预期检修</b>			
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

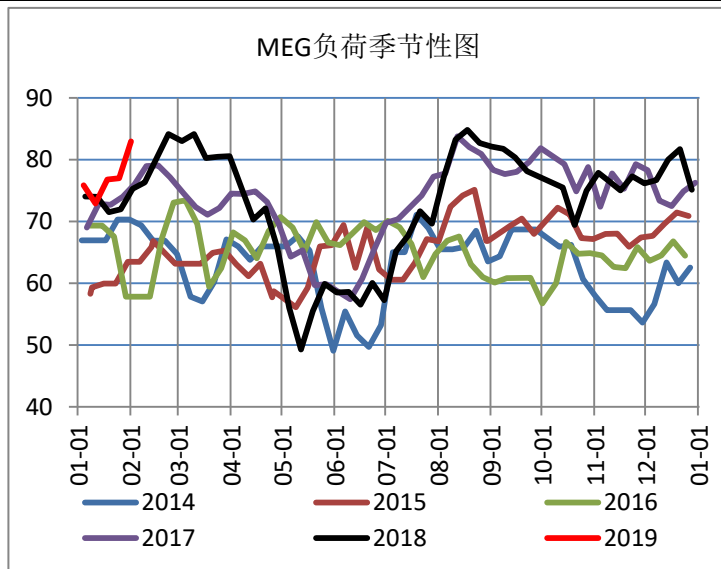


图: MEG 进口季节走势

图: 煤制 MEG 开工季节走势

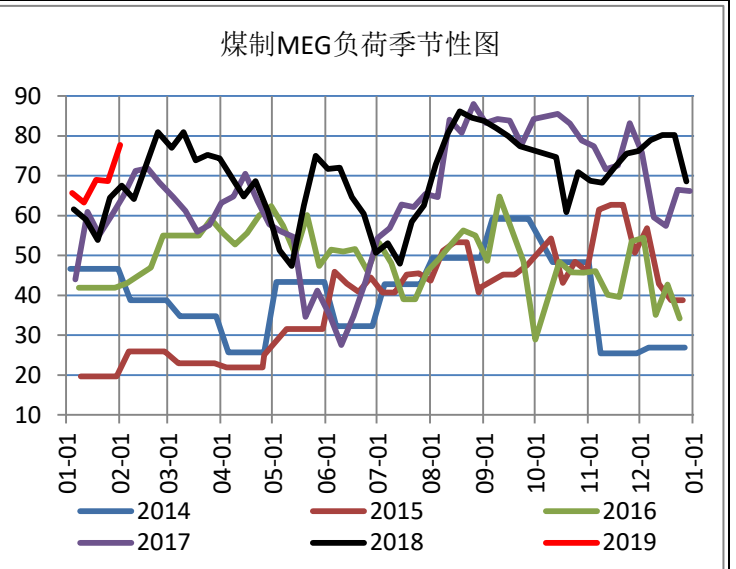


图: MEG 进口毛利

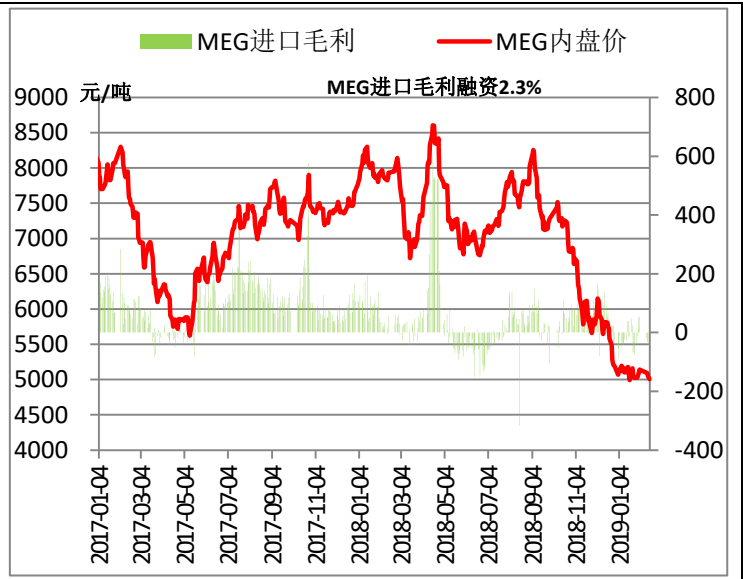
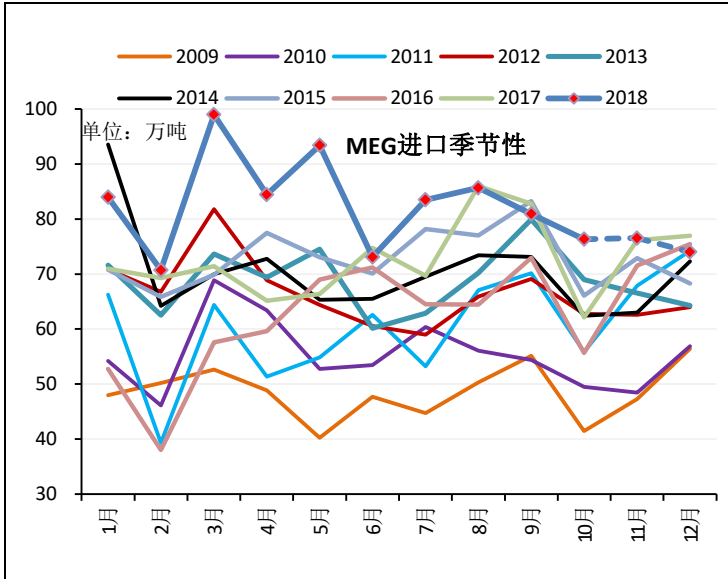


图: MEG 与 EO 价差

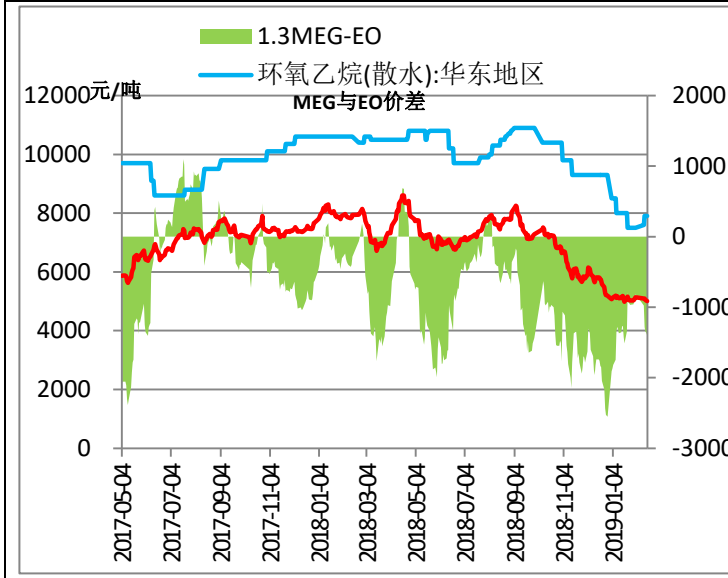
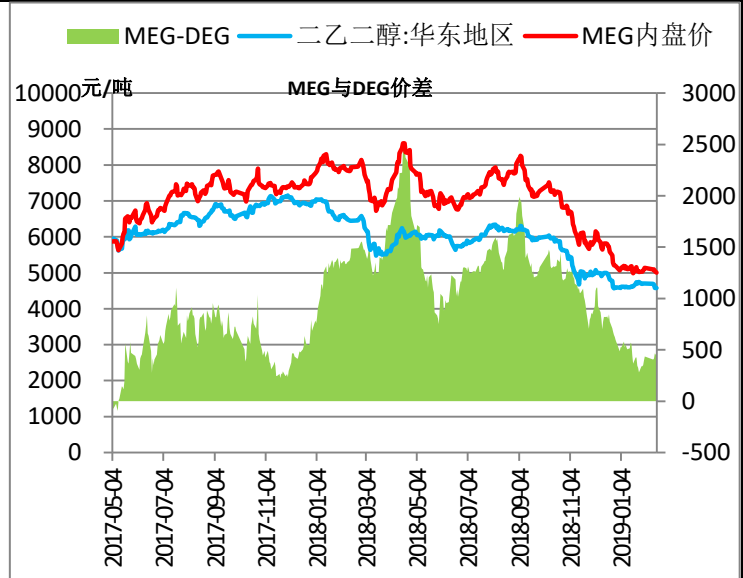


图: MEG 与 DEG 价差



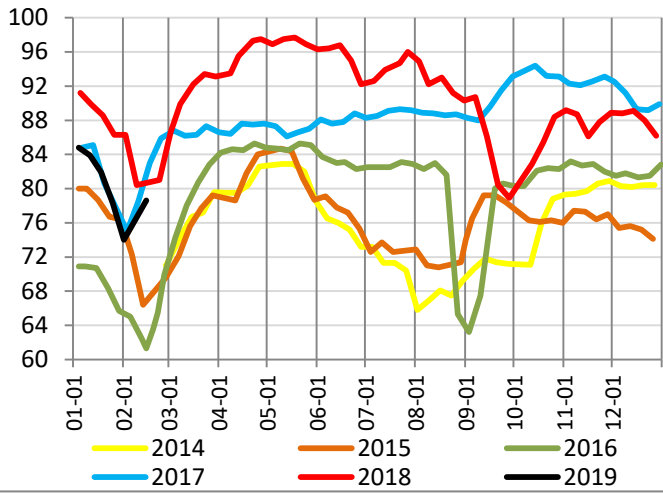
2、需求面

图: 聚酯开工季节走势

图: 织造开工季节走势

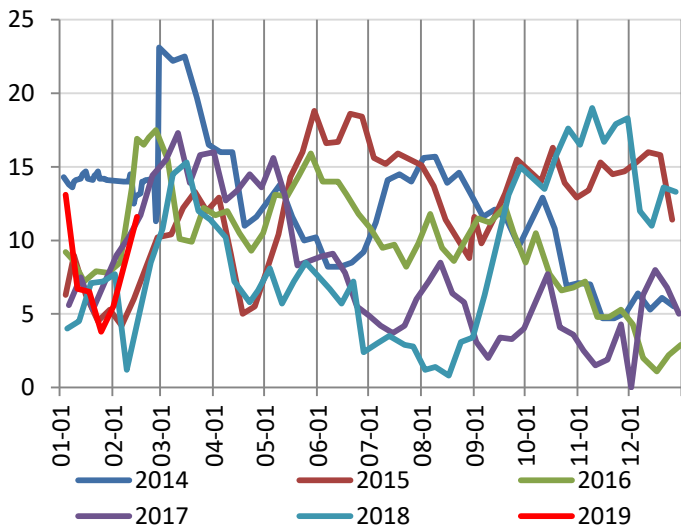


国内聚酯开工率季节性走势图



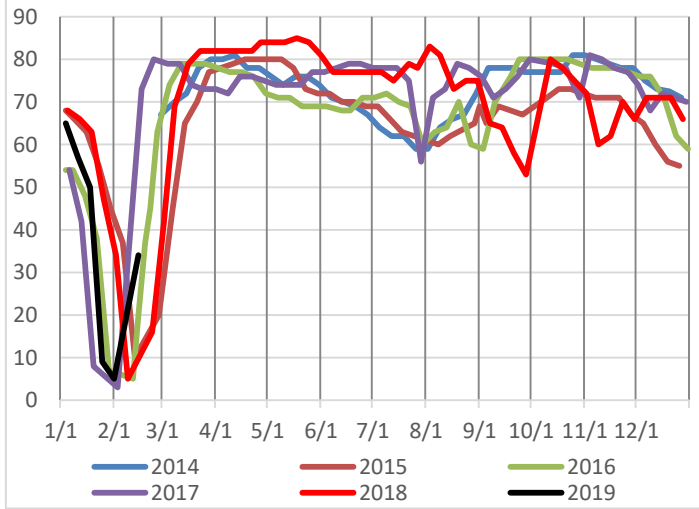
图：聚酯库存（POY）

涤纶长丝POY库存指数



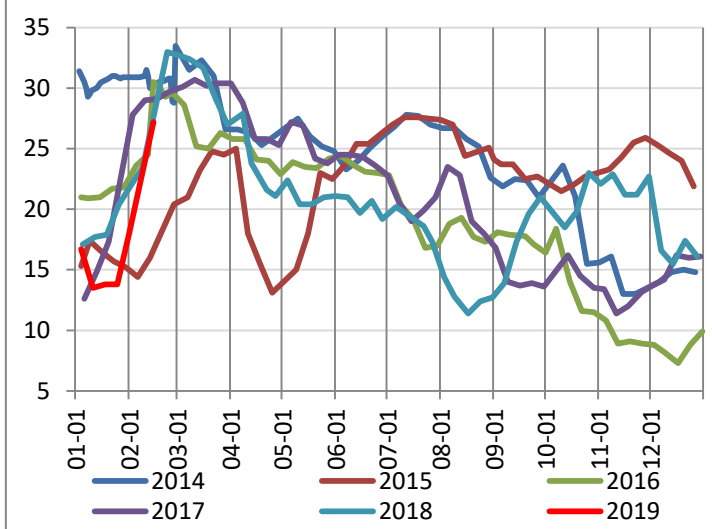
图：聚酯库存（FDY）

江浙织机开工率季节性走势

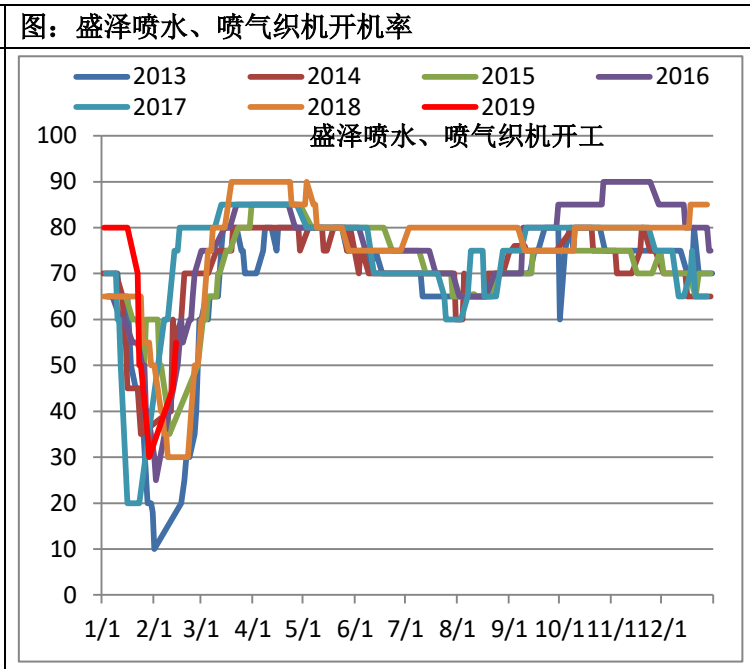
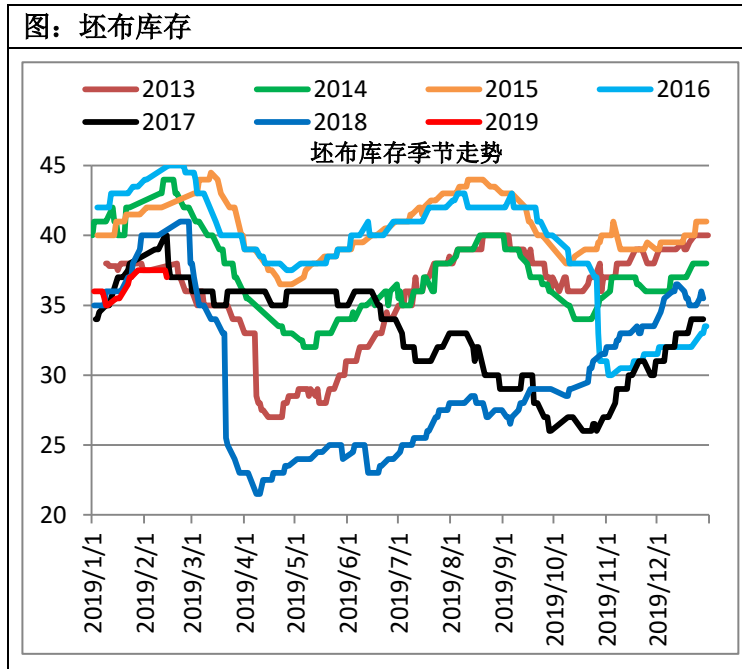
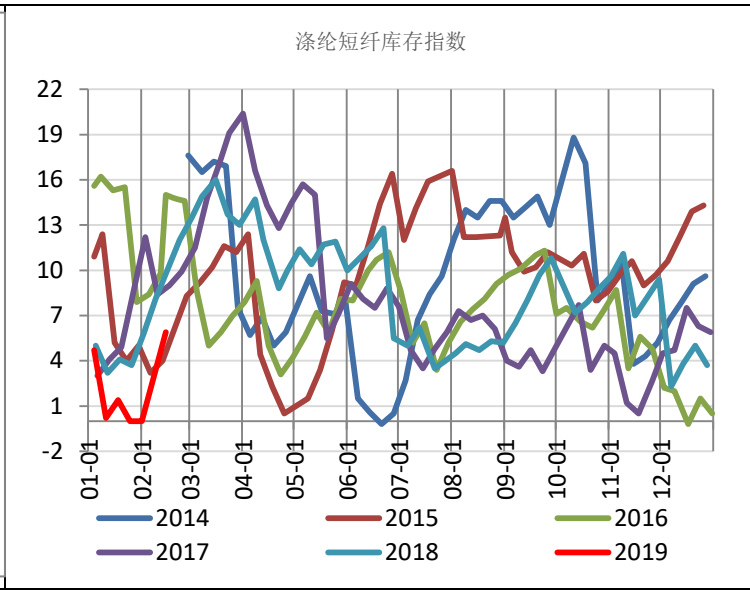
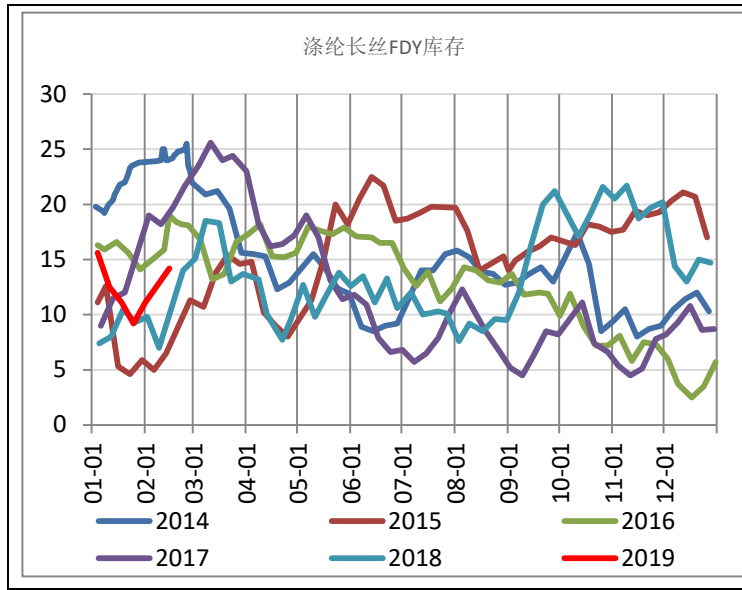


图：聚酯库存（DTY）

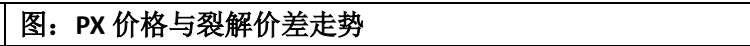
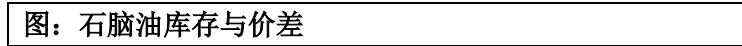
涤纶长丝DTY库存指数

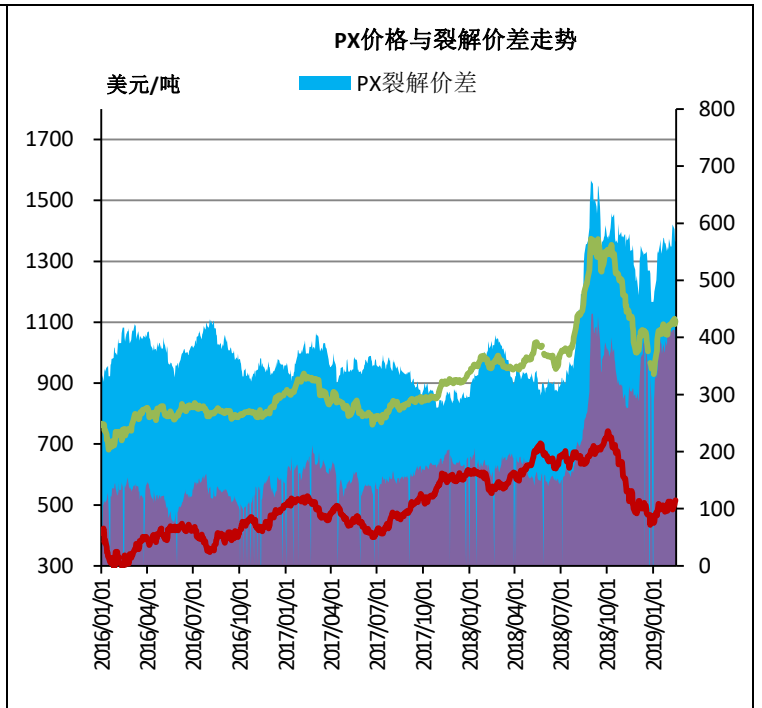
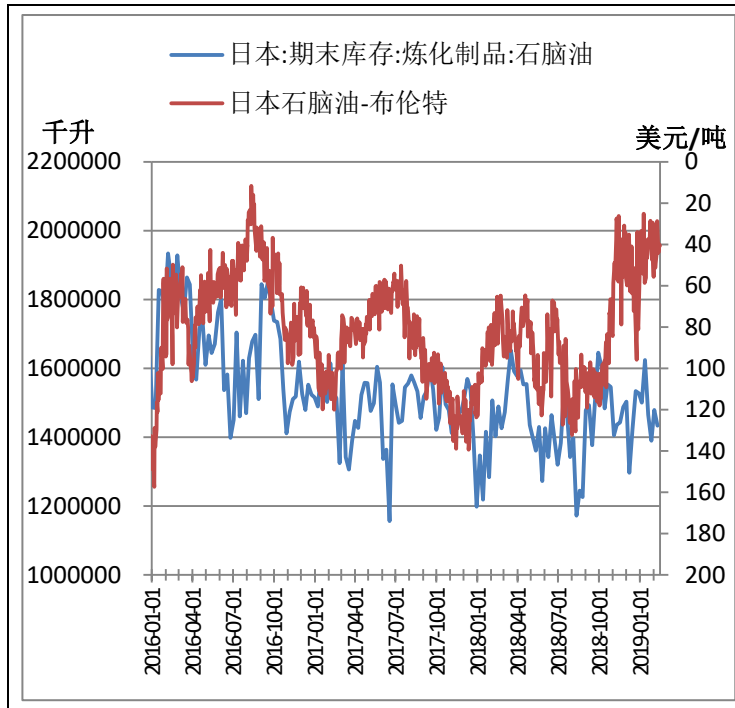


图：聚酯库存（涤纶短纤）

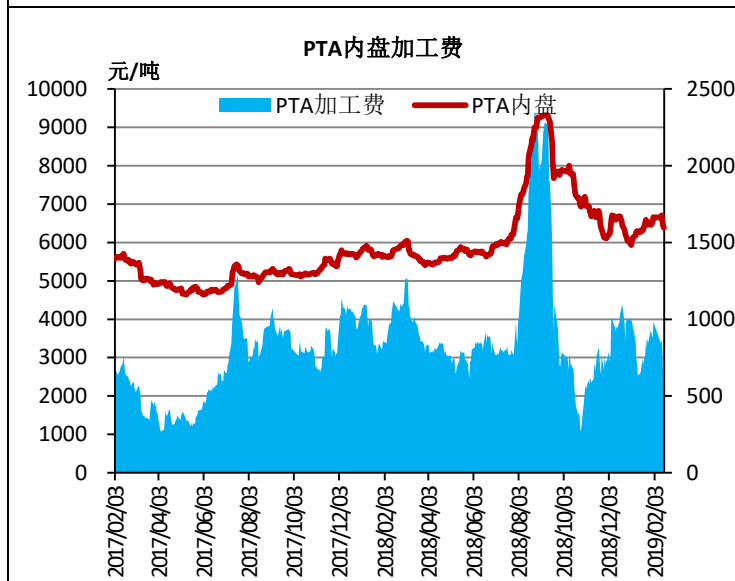


二、成本面

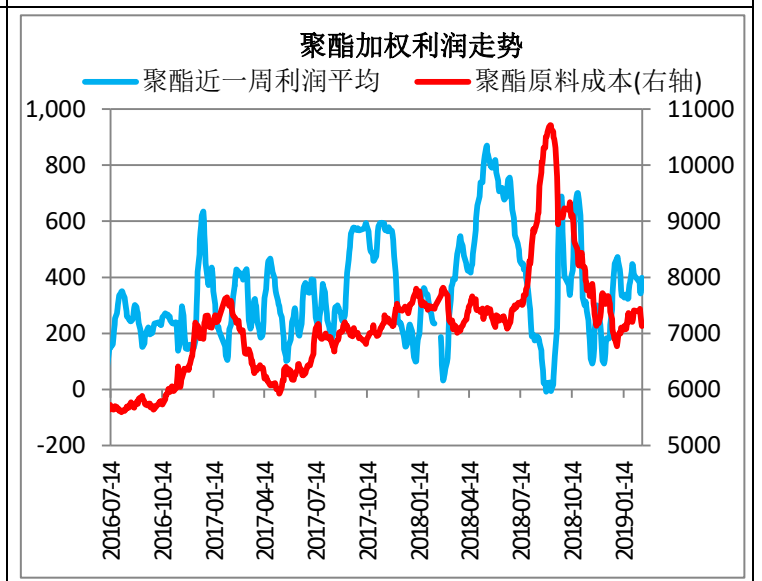




图：PTA 加工费

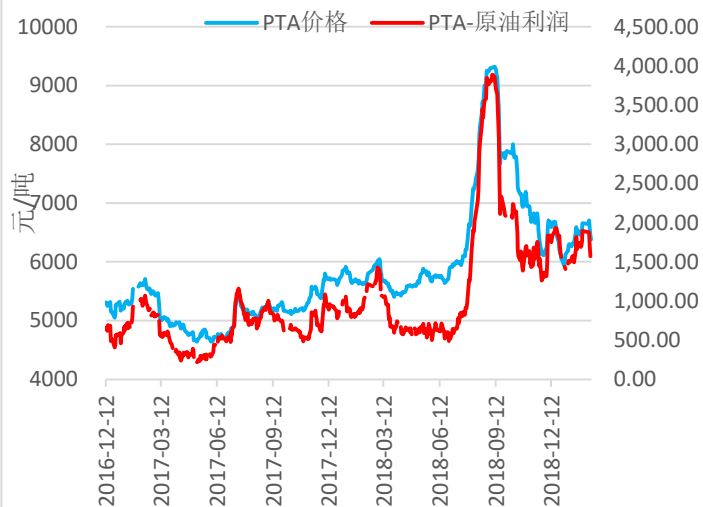


图：聚酯利润加权走势

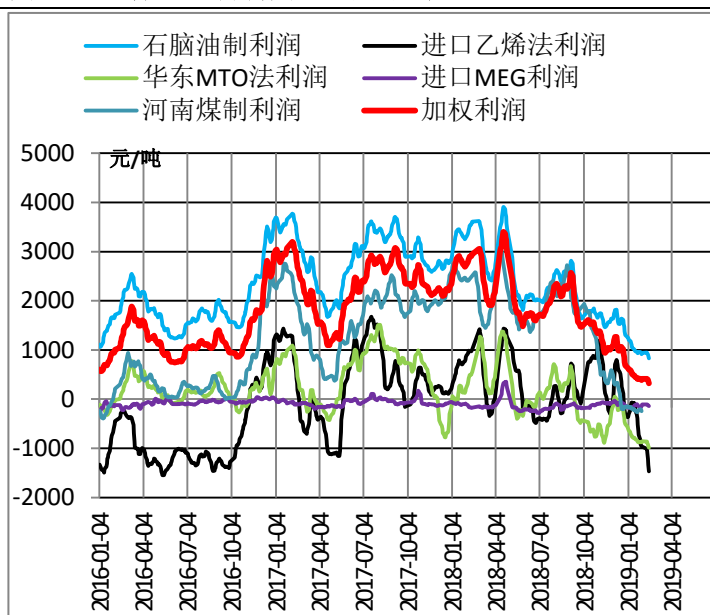


图：PTA-原油产业链总利润

PTA-原油产业链总利润

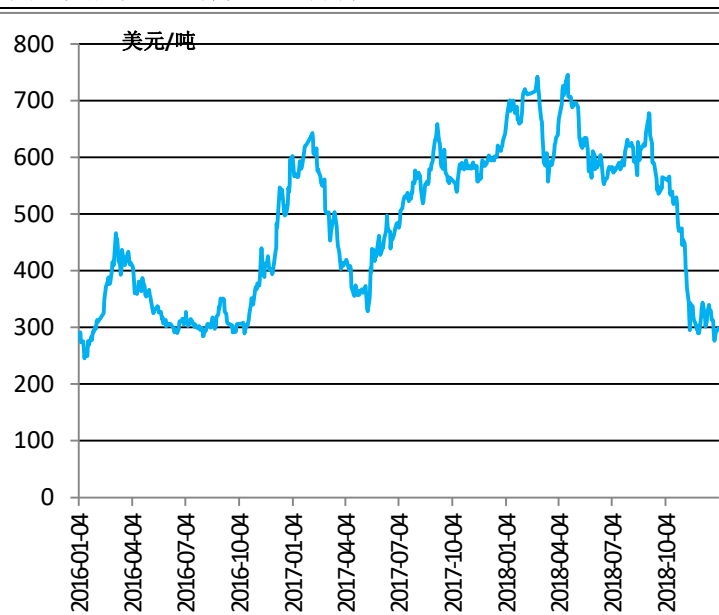


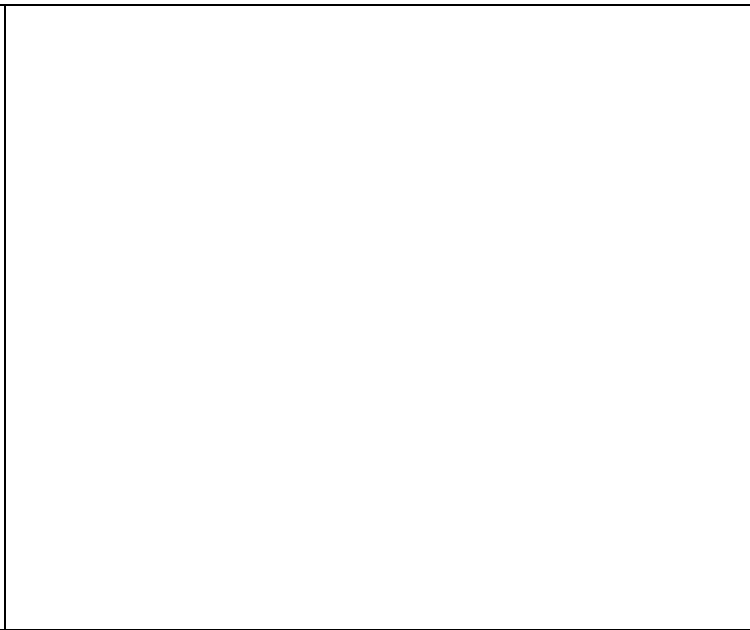
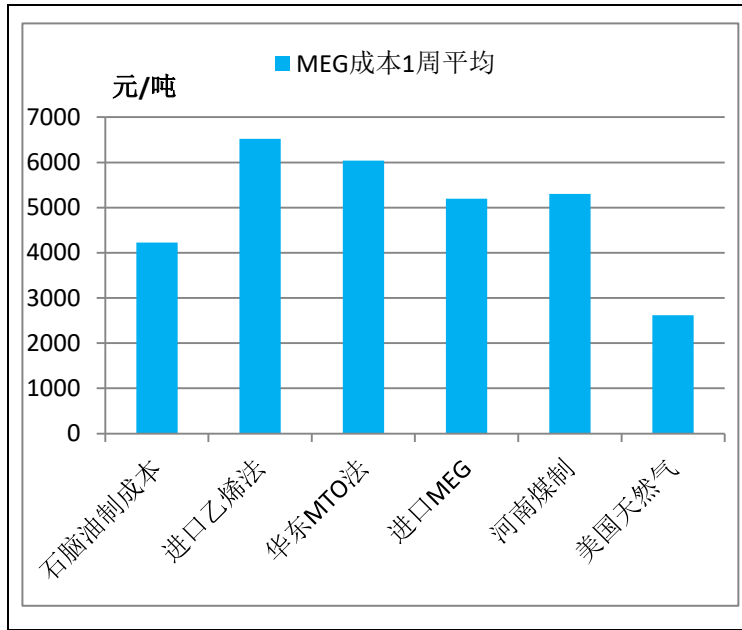
图：MEG 各工艺利润图（一周平均）



图：MEG 各路径成本对比

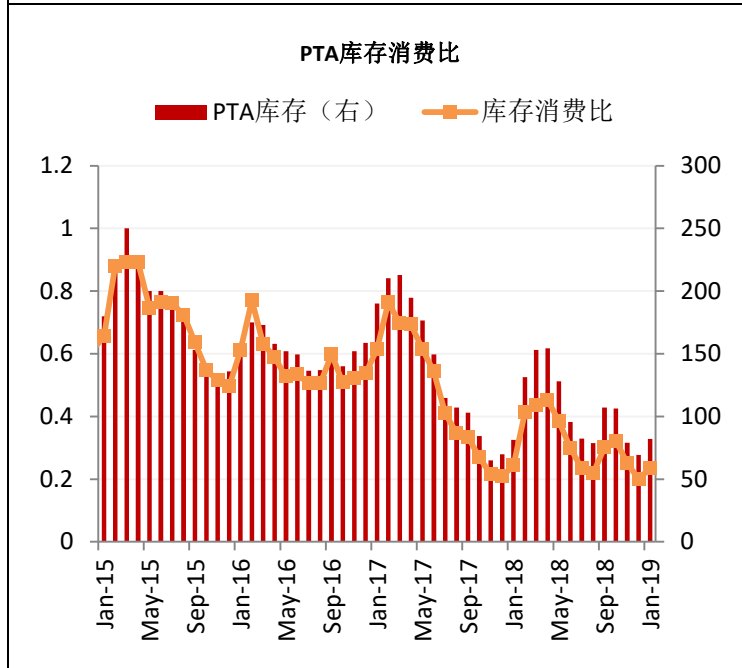
图：美国天然气制 MEG 利润



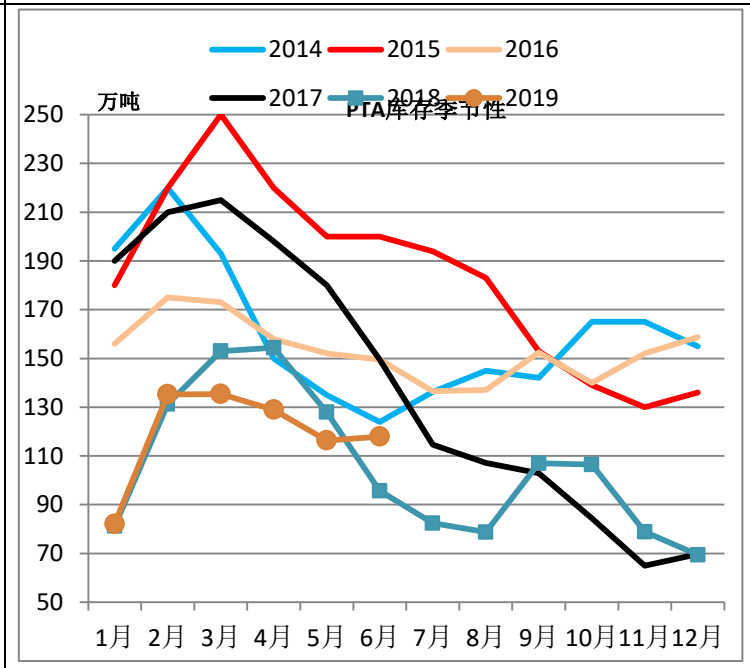


### 三、PTA 库存

图：PTA 库存消费比

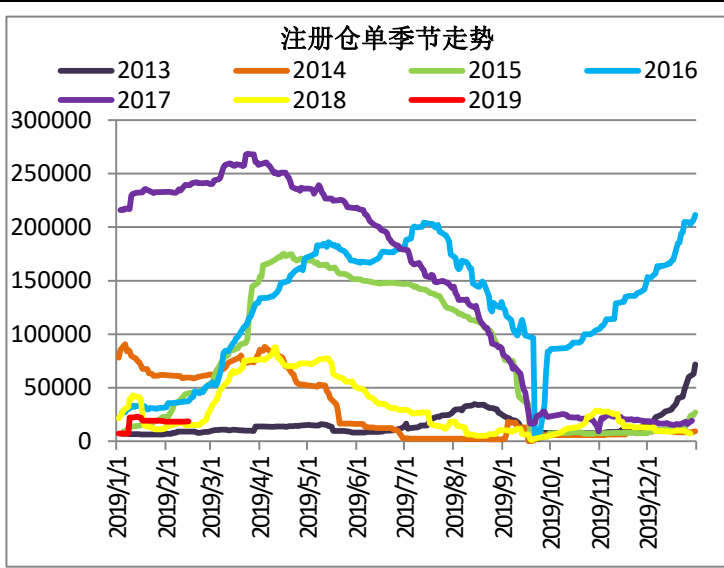


图：PTA 库存季节性

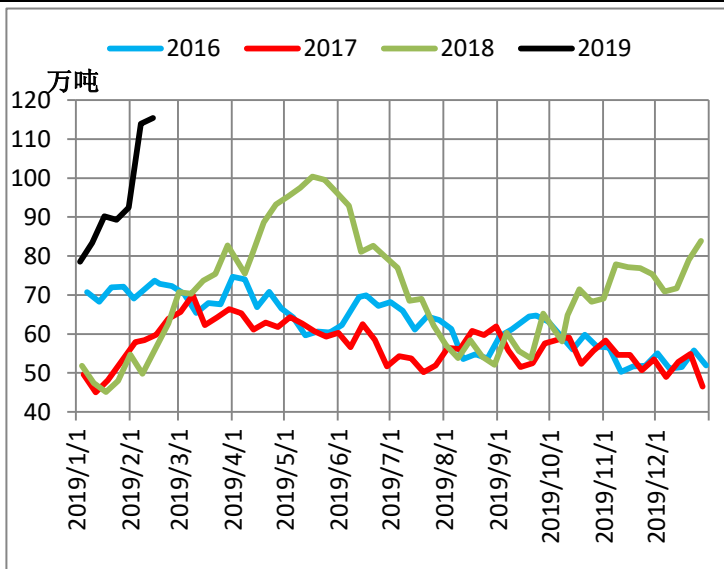


图：PTA 注册仓单量





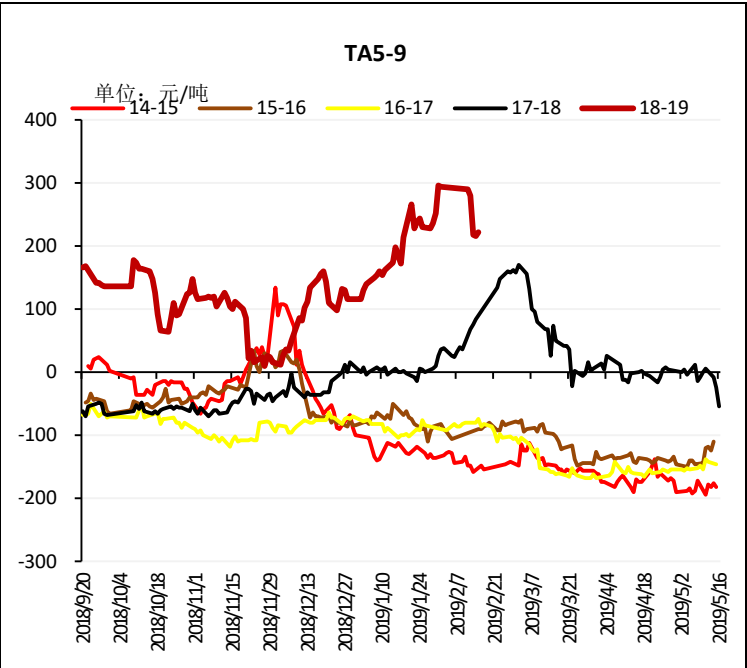
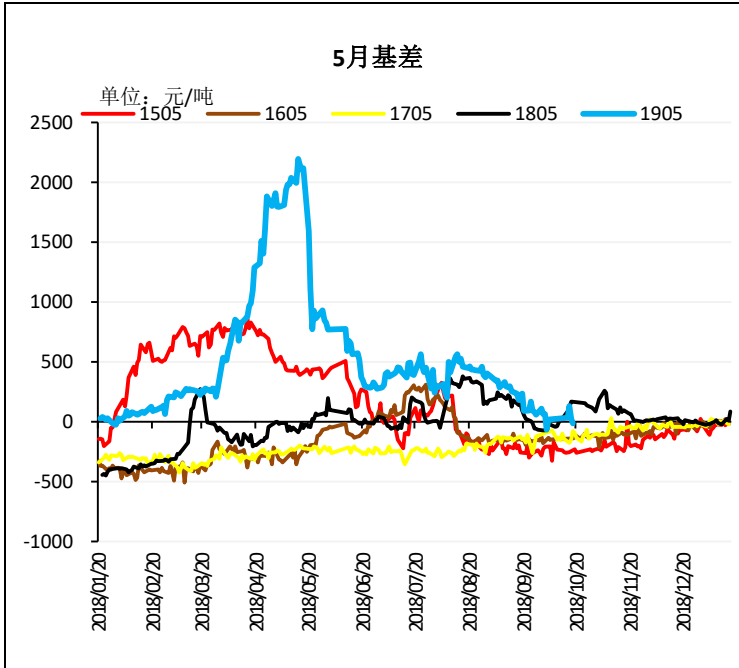
图：MEG 港口库存季节走势



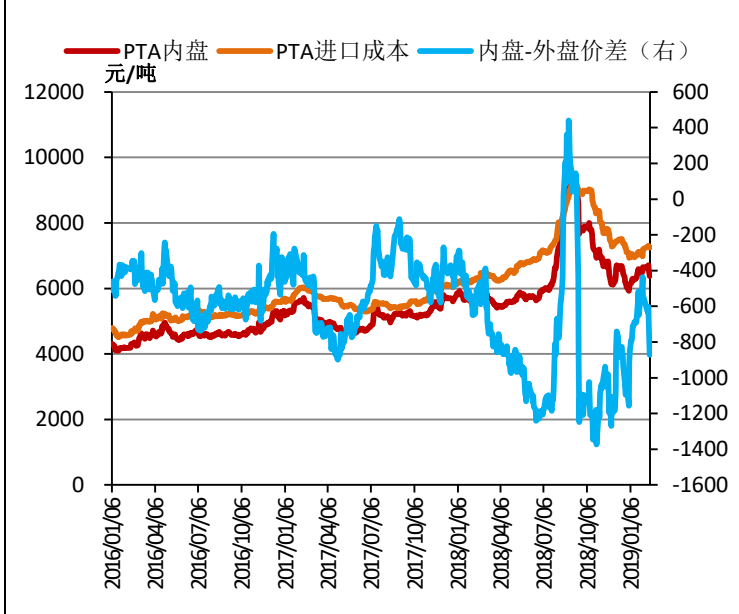
四、期限/价差结构

图：PTA5 月基差

图：PTA5-9 价差

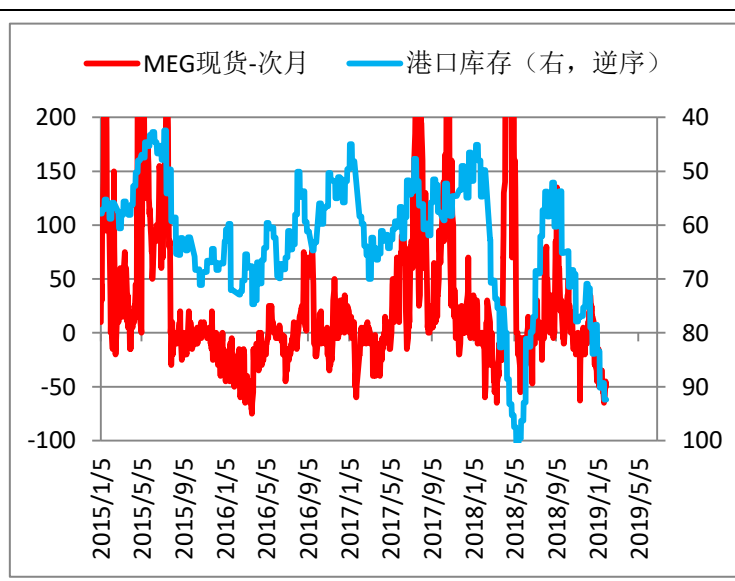
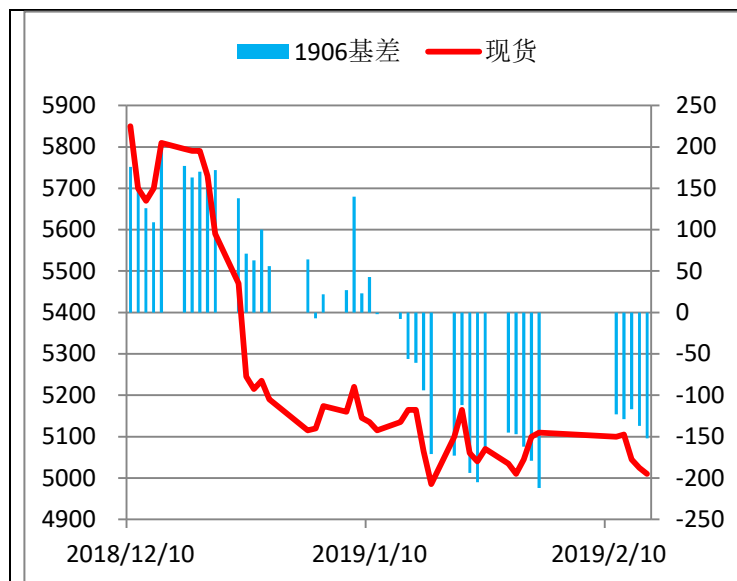


图：PTA 内外价差



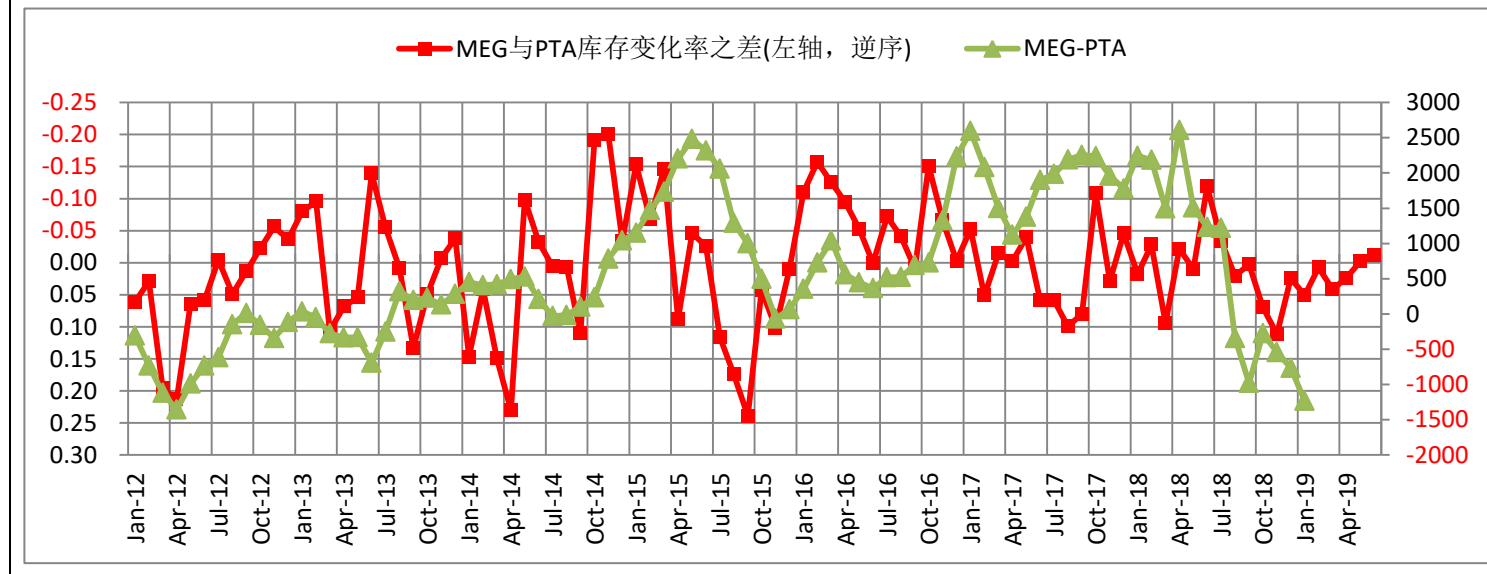
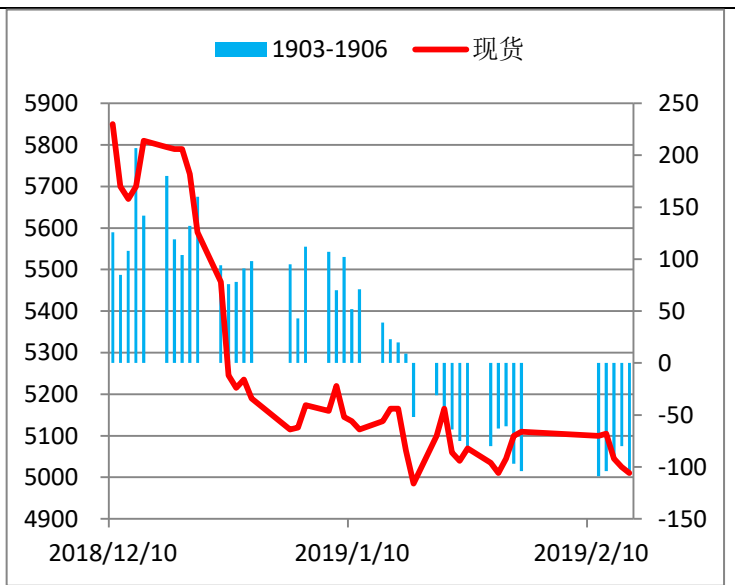
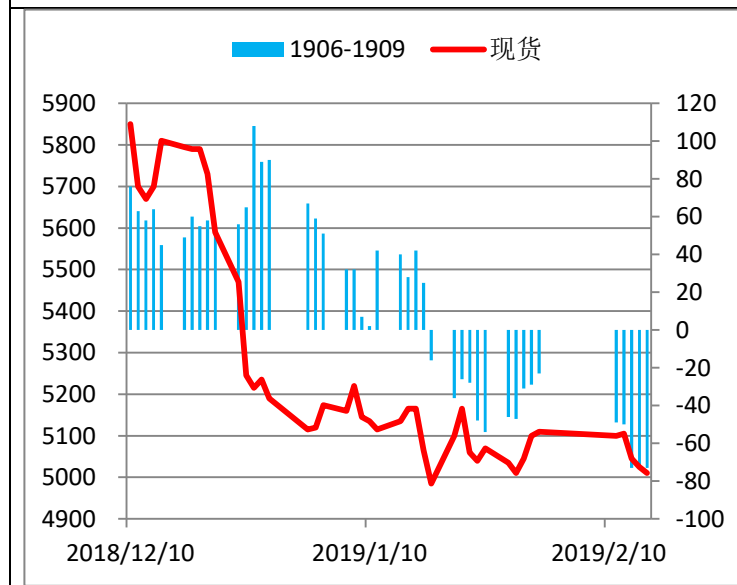
图：MEG1906 基差

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