

多 MA1909 空 LL1909 策略及化工板块对冲策略探讨

主要观点：本文尝试先从估值角度寻找未来估值回归空间的对冲头寸，再从短期长期驱动角度寻找对冲头寸启动的时间节点。

(1) 估值比较，甲醇估值低，PE/PP 估值偏高，TA 估值高。提前预设想好 19 年的对冲大头寸存在的估值空间基础：多估值低，空估值高的

(2) 驱动比较，长期驱动比较，甲醇 5-6 月 4 套外购 MTO 投产或逆转平衡表（当然亦要跟踪内外盘新增产能兑现情况），PE/PP 二季度集中产能释放继续施压长期平衡表，PX 需等待至二至三季度产能释放施压（PTA+PX）平衡表，有望 Q2 实现甲醇估值低位修复，PE、PP 估值压缩、Q3 实现 PX 估值压缩。

(3) 驱动比较，短期平衡表驱动比较：

甲醇库存压力短期不改，短空，短期建议反套；3-5 月外购 MTO 正常开工后平衡表逆转，MA9 作为对冲多头配置，节奏时间点在三月底

PE/PP 当期库存低位预期春节快速累库，5-9 较强的基差定价，目前基差优势已快速缩窄后不建议正套；5-6 月新增产能释放后平衡表大幅同比累库，PE9/PP9 作为对冲空头配置，节奏时间点在三月底

PTA 及 PX 平衡表库存预估 7 月前均处低位，驱动强，无法构建 TA9 作为对冲空头配置。只能继续通过多 TA5 空 TA9 构建 Q2-Q3 空 PX 远期利润的头寸。

策略：等待多 MA9 空 PE9/PP9 机会

本文首先第一部分通过化工板块的估值比较（一级、二级估值比较、盘面估值比较）做个排序，寻找估值合适的跨品种机会。第二部分筛选出估值比较优势大的跨品种对冲，作投产周期对比。第三部分通过展示短期平衡表，比较短期驱动。

风险点：装置投产不及预期进度

研究院 能源化工部

潘翔

能源化工总监兼首席原油研究员

☎0755-82767160

✉panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

联系人：

梁宗泰

甲醇 PVC 研究员

☎020-28291697

✉liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

相关研究：

甲醇空 1905 多 1909 策略探讨

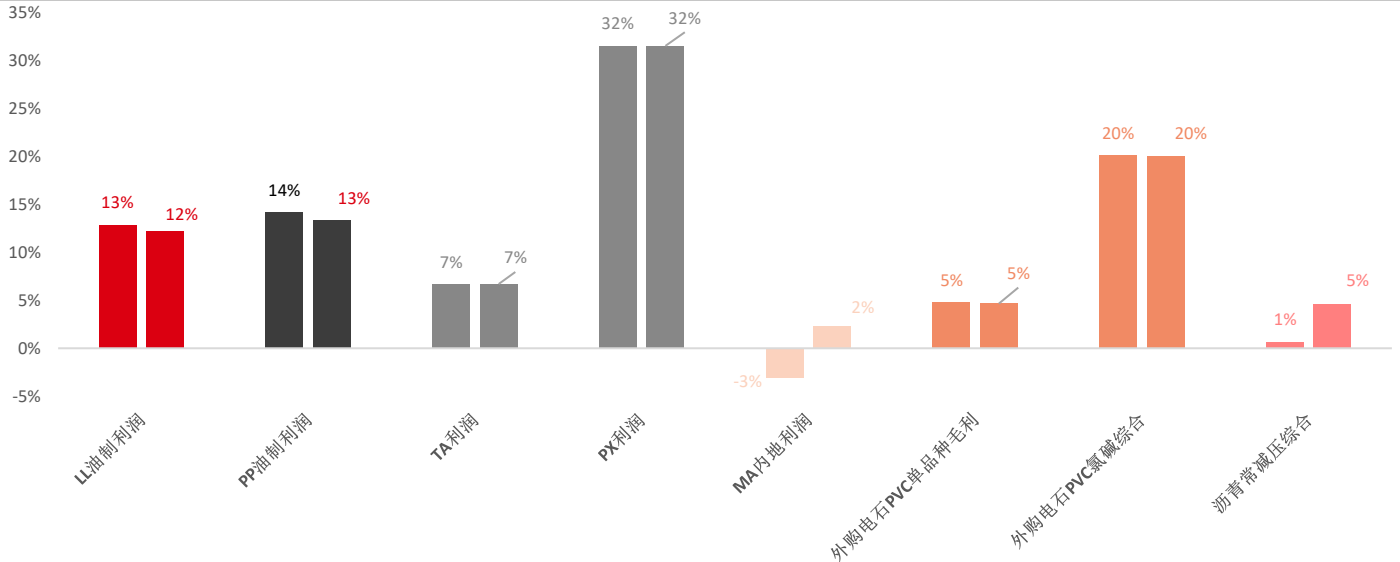
2019-01-22

1: 估值比较

1.1 静态截面一级估值比较：甲醇低估，PE,PP,TA 高估

图 1：2 月 1 日 化工板块生产利润排列（左柱为现货生产利润，右柱是 05 盘面生产利润）

单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

备注：LL/PP 生产利润为油制，TA 生产利润按 500 加工费（有 ACP 月份按 ACP，无则按当日 PX），PX 利润按对石脑油 250 美金加工费（05PX 利润意思是即期 PX 利润减 05TA 贴水换算 PX 利润），MA 利润按煤头算，PVC 利润分开山东单品种及山东氯碱综合毛利，沥青是山东沥青（汽柴液化气等副产品）对杜里原油的综合毛利（含消费税抵扣下滑）（沥青盘面生产利润是对 06 盘面生产利润）。一级估值我们定义为生产利润，主要的价差

(1) 一级估值低，长期或能节奏性回升：甲醇现货及 05 生产利润分别在 -3% 及 2%，处于非常低的估值水平，短期平衡表 3 月底前未有明显改善，港口当期高库存及年后潜在的内地套利物流外溢重新压港口，等待 3-5 月 4 套外购 MTO 投产寻找未来做估值回升可能。

(2) 一级估值正常，长期或继续上升：沥青由于重油溢价及原油价格单边反弹，沥青现货及 06 生产利润分别在 1% 及 5% 亦不算高，目前仅是对原油价格单边投机的冬储火热推升，远期 06 生产利润或甚至更远 12 生产利润仍未因为 19/20 基建大年给出预期生产利润，未给足够远期基建升水仍有问题。

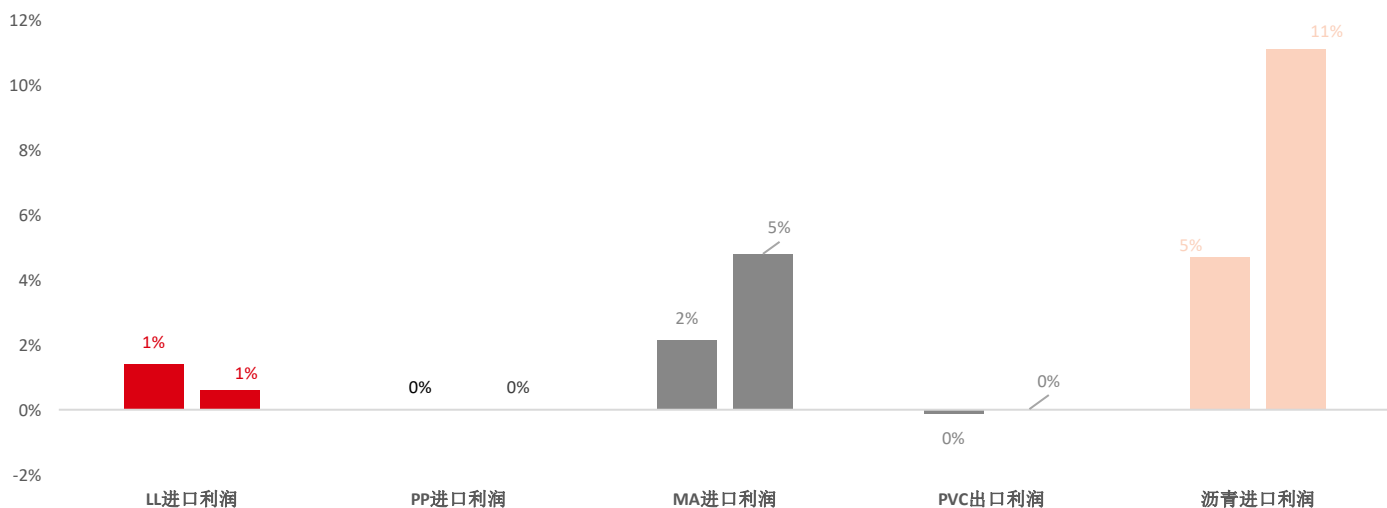
(3) 一级估值高企，长期面临打压：TA 生产利润 5%-7% 亦较为正常略偏高，19 年聚酯新增产能 10% 左右的背景下，TA 生产利润难以压缩。而 PX 现货生产利润高企至 32%，PX 亚洲平衡表 4 月前仍偏紧，市场提前透支外盘 4 月 PX 检修超量，关注下半年国产 PX 投产的估值压缩机会。

(4) 一级估值偏高，长期面临打压：PE,PP 生产利润横在 12%-14%算正常范围，关注 19 年二季度产能集中释放后生产利润有继续压缩机会（先压 MTO，后文会放各工艺生产利润排列），PE,PP 更关注二级估值偏高的问题（进口窗口）

(5) 一级估值偏高，长期能维持：PVC 单品种毛利估值算正常，然而氯碱综合估值仍偏高。19 年实际投放产能增速并不高，博弈重心在于需求增速的预期下滑是否不及预期，一级估值氯碱综合毛利或维持中高位震荡。二级估值偏低（出口窗口季节性打开）

1.2 静态截面二级估值比较：甲醇,PE,PP 高估，PVC 低估

图 2：2 月 1 日 化工板块进出口利润排列（左柱为现货进口利润，右柱是 05 盘面进口利润） 单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

备注：仅简单把进出口利润当作二级估值横向比较，其他更具体维度的估值譬如下游生产利润、跨国价差、替代转产价差、地区价差等在日报展开。

(1) 二级估值高，中期节奏性改善，长期或较难改善：甲醇生产利润估值低，然而二级估值进口利润仍有，进口窗口仍打开，二级估值偏高。具体细分进去是，跨国价差处于低位，国际低价格洼地导致 1 月下至 2 月上到港短暂放缓。关注外盘春检执行力度，何时传递至进口窗口的关闭，到时是二级估值更低的左侧做多机会。然而更长期看 19 年面临外盘投产较高峰，具体关注伊朗 Marjarn 及 Keveh 投产进度。因此 19 年进口窗口或常在。

(2) 二级估值高，短中长期仍未有约束：沥青进口窗口虽打开。然而沥青进口量并不挂钩进口利润，短期韩国沥青/燃料油比值回升后仍处较低位，未见转产沥青积极性；中期 SOIL3 月燃料油装置检修增加沥青产率或届时到港回升，然而长期在 SOIL 及 HDO2018 年的二次加工装置上量后，长期中国进口或继续趴在 30 万吨以下，进口窗口打开仍未见有约束。

(3) 二级估值不高，短期聚酯生产利润尚可，关注 19 年预期拐点：TA 由于进出口不活跃（进料加工为主），因此选用聚酯生产利润作为二级估值评价。聚酯生产利润处于历史偏高位，短期继续支撑。长期来看，一方面是出口，纺织服装、服饰业出口增速或跟随美国 PMI 最后一个国家见顶回落而进入全球需求收缩，19 年纺织服装出口下滑为大概率事件；另一方面国内消费，16-18 年的轻纺城成交同比增速持续上升，而实际服装累零售额同比则较为稳定仅小幅回升，说明是 16-18 的 3-4 年库存周期解释的下游主动建库而非实际需求消耗，关注 18 至 19 年的库存周期下行拖累 19 年的轻纺城成交。

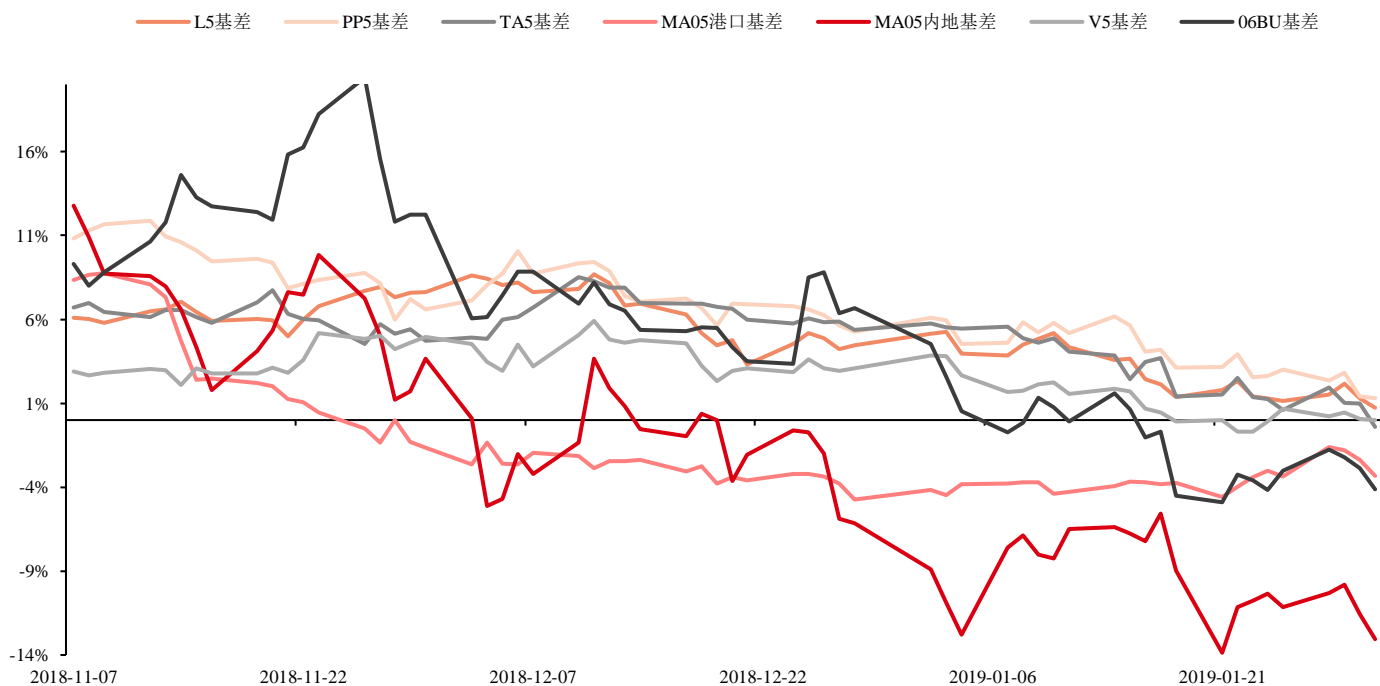
(4) 二级估值偏高，年后面临较大约束：PE 及 PP 现货窗口持续打开，05 锁进口窗口更断续-2-3 日完全打开过，下游亦有锁定备库年后到港的船货，面临季节性集中累库（集中到港或导致累库幅度高于季节性）。19 年 PE、PP 外盘投产绝对量级仍在

(5) 二级估值中偏低，出口窗口季节性打开：PVC 出口窗口持续微幅打开，唯一一个化工板块开出口窗口的。季节性累库下存在支撑。

1.3 化工板块基差排列

图 3：05 合约基差排列

单位：%



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

备注：本段落的基差百分比，括号左边是 1 月 28 日的基差尚有微量现货成交基差尚准，括号内是 2 月 1 日基差已经无现货成交基差不准

(1) 1 月份以来, 当期库存低, 预期季节性春节快速累库的品种, 基差快速收窄, L5 基差从 1 月初 5.3% 走弱至 1.5% (0.8%), PP5 基差从 5.8% 走弱至 2.4% (0.9%), TA5 基差从 5.8% 走弱至 1.9% (0%), 基差补完之后, 做空的基差亏损快速收窄, 特别是 L5 及 TA5。

(2) 整个 1 月份, 港口胀库的甲醇未有收基差, 一直趴在 -100; 1.25 外购 MTO 投料复工后, 港口基差从 1.21 的 -4.6% 走强至 -1.6% (-3.3%), 然而内地基差一直趴在 -10.3% (-13%); 后续等待 3 月底至 4 月初春检后内地基差反弹, 做多的基差亏损稍有减少。

(3) V5 基差从 1 月初的 3.8% 收窄 0% (0%), 甚至一度出现 -0.7%, 是化工板块唯一从正基差进入负基差的品种, 当前 (即期+预售) 期现冻结量亦较大, 慎防后市出现期现冻结陷阱。

(4) BU6 基差逐步回归合理, 从 1 月初的 8.8% 走弱至 -1.8% (-4.1%), 19/20 年为传统的五年计划中的基建大年, 正常逻辑应给远月升水结构。12 月给的一度 20% 正基差并不合理, 纯粹是跟着原油盘面超跌的基差定价; 目前期现结构定价亦难言合理, 1 月初的原油反弹带动 BU6 拉出期货升水进入 contango 结构, 等待 18 年滞后的招投标于 19 年释放稳定定价远月升水结构。

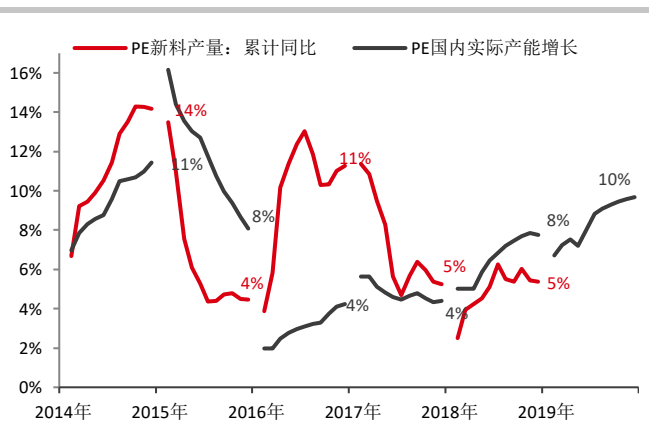
1.4 总结

上述总结, 估值最低的是甲醇, 估值最高的是 TA, 估值偏高的是 PE, PP (特别是 PE)。下文给出以下各品种长期投产产能、短期平衡表作比较。

2 产能周期比较

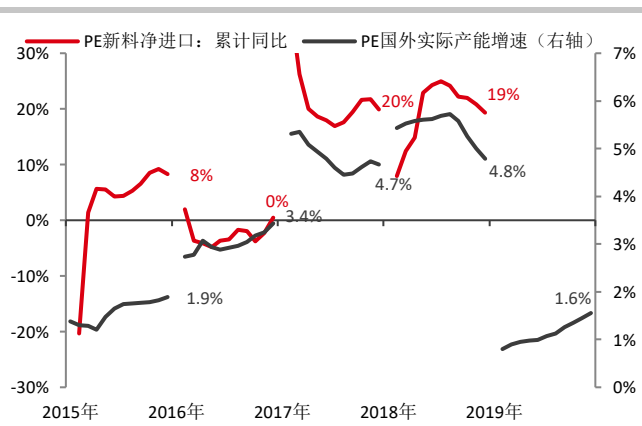
2.1 PE 内盘产能释放周期, 需要打掉边际 MTO 装置

图 4: PE 产量增速与实际产能增速 单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 5: PE 净进口增速与实际外盘产能增速 单位: %, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 2019 年 PE 实际新增产能增速高达 10% (产能的累计同比), 接近 14/15 年的投产高峰, 为新一轮的内盘投产周期。主要投产时间集中在二季度 4-7 月, 届时新增产能集中冲击 PE

生产利润。其中17年PE产量累计增速高达11%，部分原因为16年产能集中10-12月释放滞后拉升17年产量增速，其中图8显示了17年产量增速高对毛利的打压。

(2) 2019年PE外盘实际新增产能增速仅1.6%，较17及18年的4.8%明显下滑。部分原因为下图把投产概率不大的纳入待投产放在19年底-2020年初，未计入19年新增产能增速。(若把投产概率小的待投产计上，则外盘产能增速回到3%-4%)

图6: PE内盘新增产能计划 单位: 万吨/年

原投产日期	投产日期	公司	工艺	LL			PE	丙 烯	PP粒料
				HD	DP	LD			
2018-10	2019年Q1	福建美得 (PDH)	PDH				66 (80)		
2017-4、5; 2018.6;	2019年2月	卫星石化	PDH					15	
2018年底; 2018.11.30试 车	2019年6月 (最早3月, 春节后)	久泰能源 (内蒙)	MTO		25		28	32	
2018-11-20	2019年4-5月	恒力石化一期	PDH (混缩装置)					45	
2018年底试车; 2019.Q2 可能	2019年5月	浙江石化一期	大炼厂	30	45		75	90	
原计划2016.3.30; 2016 年Q4; 2019年4月, 6-8 月; 2019年10月	2019年4-5月 2019年6月 (早的4月)	中安联合煤化工有限责任公司	FMTF	18	18		35	35	
2018年底试车 2016.Q3/2017.10/2018.Q 3/Q4; 2019年10 2018年底; 2019年.Q1; 2019年6月	2019年6月	广东巨正源一期	PDH					60	
2016.8; 2017年; 2017年 5月; 2018-4、三季度	2019年7月	宁夏宝丰二期	MTO	15	15		30	30	
2019年9月	2019年10-12 月	辽宁宝来化工 (轻烃综合)	C2/C3	35	45		80	60	
2019年10月	2019.10-12月	恒力石化二期	大炼厂	40			40	40	
2015年底/2016年/2017年	2019年.Q4	大庆联谊	油催化裂	40				50	
	2019年	山西焦煤集团 (虹飞)	MTO				30	40	
	2019年	山东明宇化学	大炼厂						
2019年汇总							198	332	
2019年待投产							150	225	

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图7: PE外盘新增产能计划 万吨/年

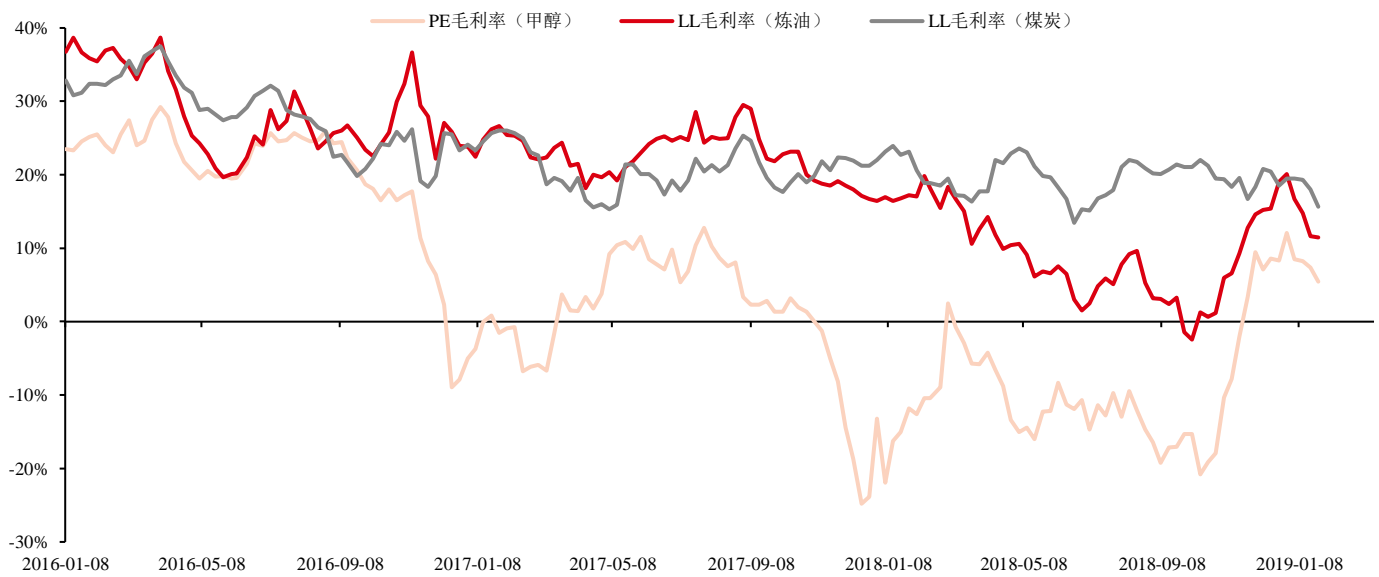
现投产时间	国家	地点	公司名称	装置	产能	状态
201. Q1			捷克Unipetrol RPA	HD	27	未投产
2019. Q1			阿塞拜疆SOCAR Polymer	HD	12	未投产
2019. Q1 (安迅 思推迟到下半年)	美国	Lake Charles, TX	Sasol	LLD	47	未投产
2019. Q1	美国	德克萨斯Point Com	台塑	LDPE	40	未投产
2019. Q3	美国	Lake Charles, TX	Sasol	LDPE	42	未投产
2019. Q3	美国	德克萨斯Point Com	台塑	HDPE	40	未投产
2019年四季度	美国		巴塞尔 (Equistar)	HD	50	未投产
2019年7月	马来西亚		马油	HD	40	未投产
2019年7月	马来西亚		马油	LLD	35	未投产
2019. Q4			埃克森	LLD	65	未投产
2019. Q4 (大概 率2020年)	俄罗斯	西西伯利亚-秋明州	西布尔 (ZapSibNeftekhim)	70LD+80LLD	150	未投产
2019. Q4			韩华道达尔	全密度	40	未投产
2019年1月			阿塞拜疆SOCAR Polymer	PP	18	未投产
2019年3月	印度		印度石油 (OPAL)	PP	70	未投产
2019年7月	马来西亚		马油	PP	90	未投产
2019年1月	韩国		韩国晓星	PP	35	未投产
2019. Q3	俄罗斯	西西伯利亚-秋明州	西布尔 (ZapSibNeftekhim)	PP	50	未投产
2019. Q4	日本		JPP	PP	15	未投产
2019. Q4	伊朗		Okran	PP	45	未投产
19年乙烯裂解投产					440	
19年PE汇总 (可能性较大)					294	
19年PP汇总 (可能性较大)					178	
19年PE另外待投产					294	
19年PP另外待投产					145	

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(3) 生产毛利排列利润最低为外购甲醇MTO制PE,PP。(其中部分外购甲醇做PE的有神华榆林30LD, 中煤蒙大30LL)。关注19年PE产能高速投放, 率先把上述两家MTO毛利打至亏损减负。

图 8: PE 生产毛利排列

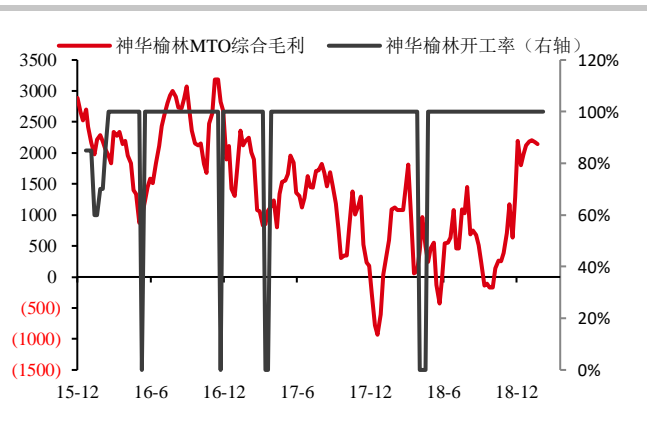
单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

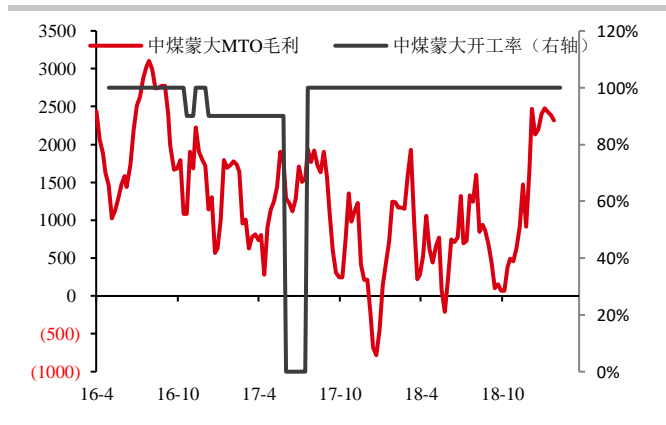
中煤蒙大 MTO 仅 17 年 6-7 月检修过, 恰巧对应 MTO 亏损; 而 18 年 4 月神华榆林的检修正好对应 MTO 亏损期。而上述 2 套仅 60PE 占 PE 产能在 3%, 或通过打该两套生产利润仍未能实现再平衡。

图 9: 神华榆林 MTO 利润与负荷 单位: 元/3 吨甲醇, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

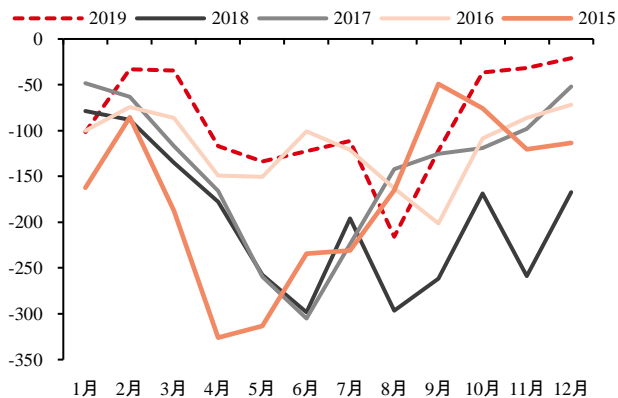
图 10: 中煤蒙大 MTO 利润与负荷 单位: 元/3 吨甲醇, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

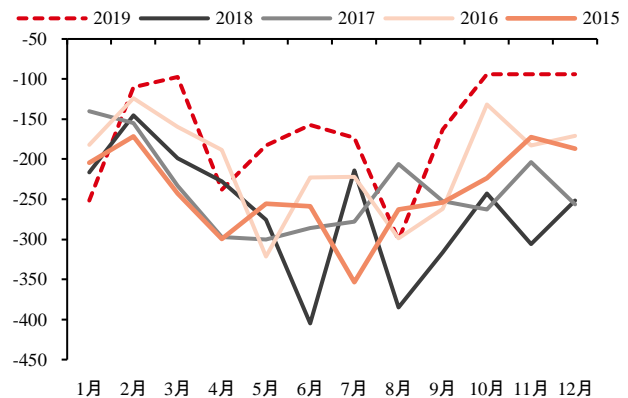
(4) 19 年公布的 PE,PP 检修计划同比偏少, 更进一步施压生产利润。(备注: 检修量乘以 -1, 纵轴负得越多代表检修越多)

图 11: PE 2019 年检修计划 单位: 万吨/年



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

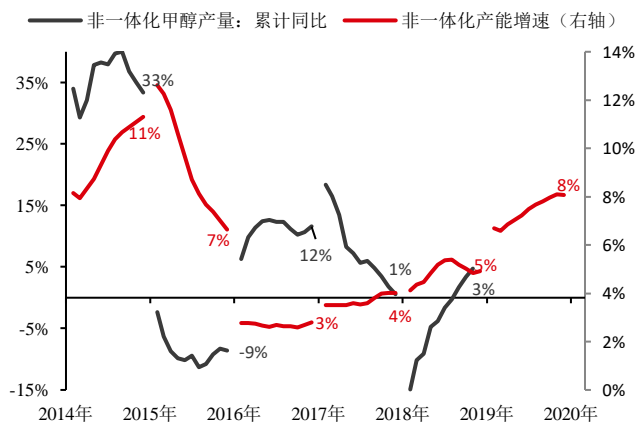
图 12: PP 2019 年检修计划 单位: 万吨/年



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

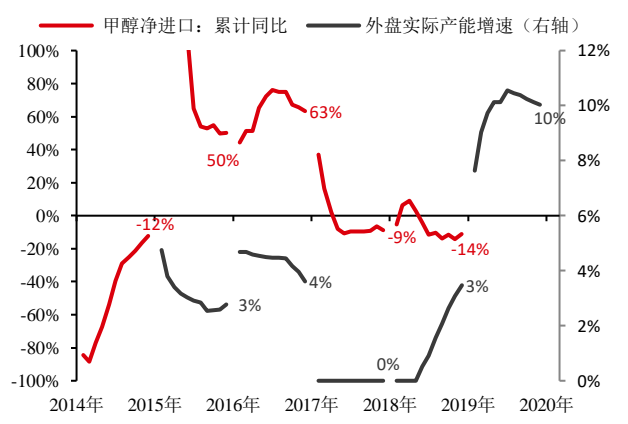
2.2 甲醇同样内外盘面临产能扩张周期, 但 2 季度外购 MTO 投产高峰逆转平衡表

图 13: 甲醇非一体化新增产能实际增速以及 甲醇非一体化产量增速 单位: %, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 14: 甲醇外盘实际产能增速与中国进口累计同比 单位: %, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 2019 年甲醇与 PE 一样同样进入投产高峰年。内盘非一体化 500 万吨, 2019 年预计实际产能增速 8%, 基本是 14 年投产高峰次高点。投产时间也大部分在 2 季度以后。

(2) 甲醇 2019 年外盘产能投放高达 546 万吨, 为 14 年以来最高, 实际产能增速 2019 年高达 10%, 密切关注上半年伊朗 keveh230 万吨及 busher165 万吨的投产进度。

图 15: 甲醇内盘新增产能计划 单位: 万吨/年

原投产日期	月份	一体化	装置	产能	工艺
3月?	2019年上半年	非一体化	河南心连心	30	煤炭
	2019年4月	非一体化	山东新泰正大	25	焦炉气
	2019年4月	非一体化	内蒙金城泰	60	煤炭
	2019年5月	非一体化	荣信化工	110	煤炭
	2019年6月	非一体化	安徽晋煤中能	30	煤炭
	2019年6月	非一体化	兖矿榆林能化	70	煤炭
2017年10月;	2019年Q2	非一体化	山东瑞星	50	煤炭
2018年; 18. Q4	2019年10月	非一体化	河南延化	30	煤炭
	2019年	非一体化	湖北荆门盈德气体	40	煤炭
2016/2017/201	2019年	非一体化	山西云源煤焦化	25	焦炉气
	2019年	非一体化	山西永鑫	30	焦炉气
2018. 8/10/12 ; 2019. 1	2019年3月	一体化	恒力集团	50	煤炭
	2019年9月	一体化	宁夏宝丰	220	煤炭
先外卖??	2019年11月	一体化	陕西延长中煤榆林能	180	煤炭
2016年底(资	2019年11月	一体化	中安联合煤化	170	煤炭
2019年甲醇新投产能				1120	
2019年非一体化新投				500	
2019年一体化新投				620	

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

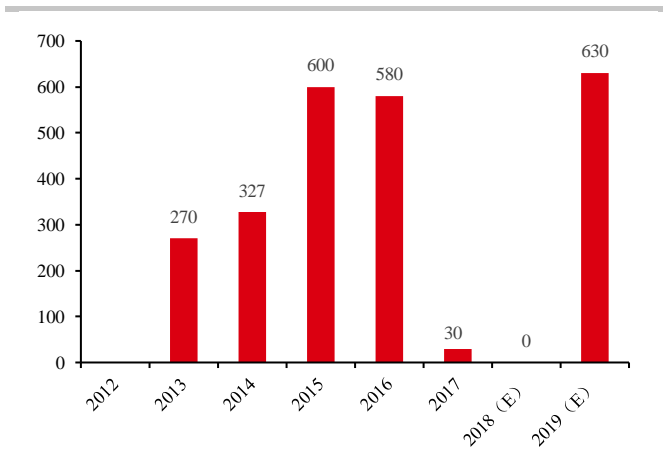
图 16: 甲醇外盘新增产能计划 万吨/年

原投产时间	投产时间	国家	公司	产能
2015. 3月8月;				
2016Q2; Q3; 2017;				
2018. 3; 2018. 5;				
2018. Q3; 2019年上半年	2019年2月	伊朗	Kaveh Methanol Co.	230
年	下旬试车			
	2019年上半年			
	年(有可能			
2015/10/1; 2016; 2017	推迟至下半年	伊朗	Busher	165
; 2018年; 2020年	年)			
2017年; 2018年Q4	2019年	俄罗斯	JSC Shchekinozot	45
2019. H1 (或2020年)	2019年6月	特立尼达	Caribbean Gas Chemical	100
	2019年	加拿大	Primus Green Energy	5.8
2019年外国投产				546

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(3) 与 PE 不同的是, 甲醇伴随着供应投产周期及外购 MTO 需求投产周期。四套外购 MTO 对甲醇需求高达 630 万吨/年, 集中二季度释放, 其中久泰最早 3 月、志诚最早 4 月, 投产后平衡表逆转为累库放缓甚至去库。(具体看是外盘两套装置+内盘非一体先投, 还是外购 MTO 需求先投)。总体看新增比较仍然是新增内盘供应 500+新增外盘供应 546*60% (假设 60%来中国) 要略大于外购 MTO 需求新增 630 万吨, 但具体存在投产时间错配的再平衡, 外购 MTO 投产时段甲醇生产利润有修复机会。

图 17: 新增年度外购 MTO 对甲醇需求 单位: 万吨/年



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

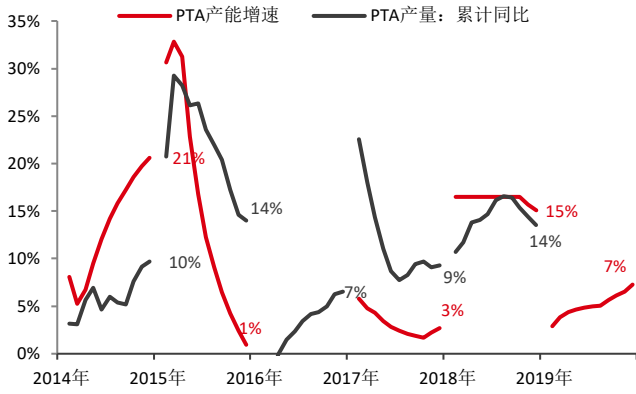
图 18: 外购 MTO 投产计划 (对甲醇需求量) 万吨/年

原投产时间	投产时间	城市	地区	乙烯装置	公司	工艺	项目甲醇总需求
2017年10月; 11月; 12月; 2018年初、年底; 2018年10月/12月	2019年6-7月	吉林			吉林康乃尔	MTO	90
2015年底; 2016. 8; 2017年一季度; 2018年9月重交; 2018年底中交; 2019年3月	2019年6月	内蒙			久泰能源	MTO	180
2017年; 2018年6月(仍在建??); 2020年	2019年6月	南京	南京化学		南京志诚永清能源	MTO	180
2017. 10	2019下半年	青海	青海大美		青海大美煤炭	DMTO	180
2019年外购MTO投产换甲醇需求							630

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

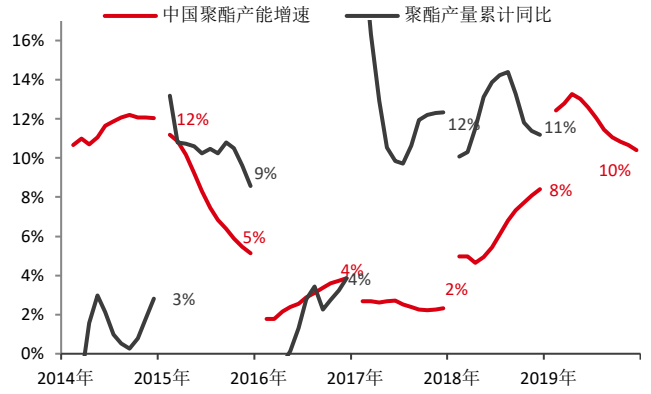
2.3 聚酯产能投放延续高峰，然而慎防提早交易PX投产周期

图 19: PTA 产量增速与实际产能增速 单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 20: 聚酯产量增速与实际产能增速 单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 19 年聚酯继续持续产能投放周期大概 410 万吨/年, 其中聚酯实际产能增速预估 10%, 15 年以来最高, 而 TA 产能增速仅 7% (算上翔鹭重启 150 进新增产能的话也不足 10% 的产能增速), TA 加工费 19 年继续持续坚挺, 较难压缩。

图 21: PTA 产能投放计划 单位: 万吨/年

状态	时间	产能	企业	产能 (万吨/年)
待定	2015. Q1; 2015	2019年复产	成都晟达	120
重启	2018年6月; 8月; 10月	2019年2月	翔鹭石化 (重启)	150
待定		2019年三季度	新凤鸣 (独山能源)	220
待定	2018; 2019	待定	宁夏宝塔石化	120
		2019年底	虹港石化	250
	2019年底	2019年底	恒力石化四期	220
2019年PTA投产				560
2019年PTA重启产能				150
2019年PTA待投产				370

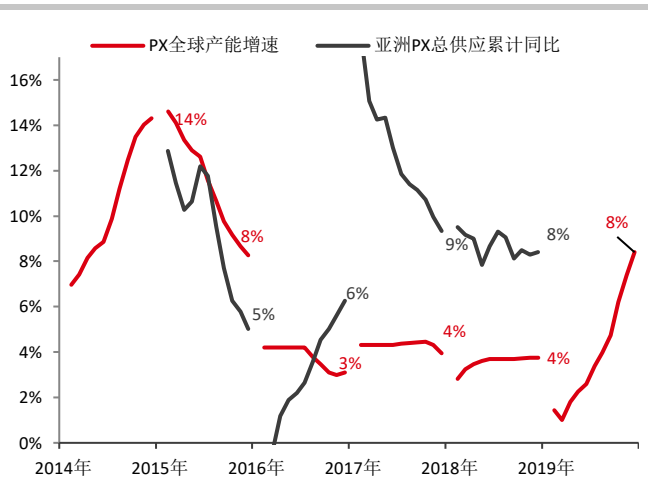
数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

图 22: 聚酯产能投放计划 单位: 万吨/年

时间	产能	企业	品种	地点
2019年初	20	国望高科	长丝	吴江
2019年初	20	扬州富尔威	短纤	扬州
2019. Q1	30	新凤鸣	长丝	
2019. Q1	8	江苏向阳	短纤	江阴
2019年3月	7	江苏华亚化纤	工业丝	宜兴
2019. Q2	60	桐昆恒优	长丝	嘉兴
2019. Q2	20	江苏恒力	工业丝	盛泽
2019年6月	25	恒逸海宁聚酯厂	短纤	嘉兴
2019年下半年	15	浙江三维橡胶制品	工业丝	台州
2019年下半年	25	浙江三维橡胶制品	切片	台州
2019年9月	50	恒逸海宁聚酯厂	长丝	嘉兴
2019年	50	嘉兴逸鹏 (恒逸)		嘉兴
2019年	20	仪征化纤	短纤	扬州
2019年	60	桐昆二期	长丝	嘉兴
2019年	24	新凤鸣中欣化纤		
2019年	25	太仓逸枫 (恒逸)		
2019年下半年	50	海南逸盛	瓶片	海南
2019年下半年	100	大连逸盛	瓶片	大连
2019年至2020年	30	桐昆恒邦4期	长丝	嘉兴
2019年至2020年	30	桐昆恒腾4期	长丝	湖州
2019年至2020年	60	南通恒科	长丝	南通
2019年投产	410			
2019年待投产	319			

数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

图 23: PX 全球产能增速及亚种 PX 供应增速 (含中国) 单位: %



数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

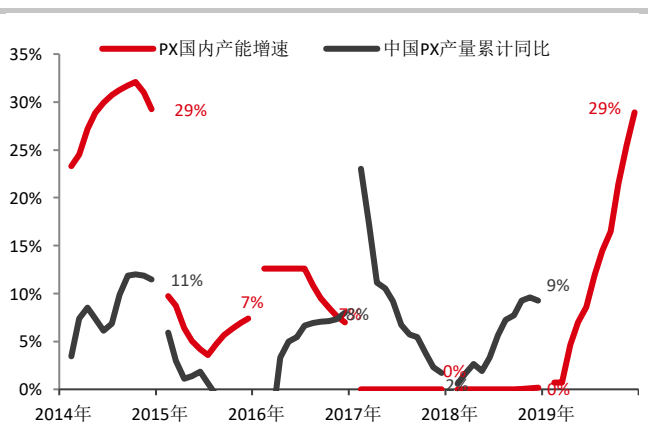
图 24: PX2019 年投产计划 单位: 万吨/年

2018年年底, 2018年中, 2018年7月完工,	2018.10底建成试车, 19.Q1开一条, 19.Q2再开一条	恒力石化一期	450
18年底试车	2019.Q2试车, Q3正常运行	浙江石化一期 (荣盛石化与桐	400
2016.Q2; 2018年底; 2019年1季度投产, 5月份出产品	2019年三季度逐步开车	恒逸文莱一期	150
2017; 2018.Q4; 2019.3; 2019.6	2019.Q3	海南炼化二期	100
2017年四季度; 2018年	2019年	中海油惠州二期芳烃	
2019年汇总			1100

数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

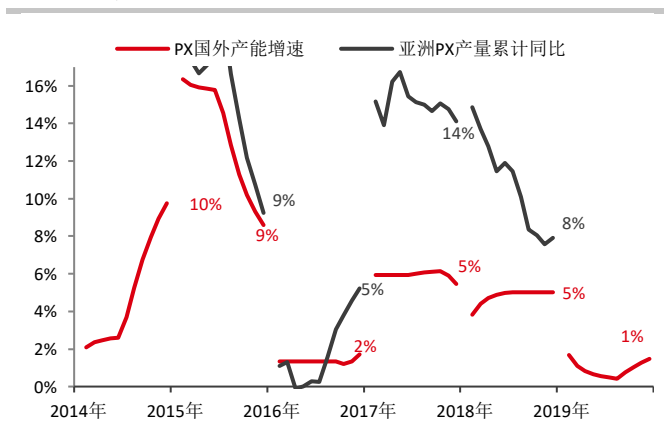
(2) PX 新增产能 19 年计划全球高达 1100 万吨/年, 推高全球产能增速至 8% (仅次于 14 年产能投放高峰)。分中国及除中国以外, 中国 PX 实际产能增速 19 年高达 29%, 关注大炼化恒力、浙江石化的 2-3 季度实际开车落地情况; 外国 PX 产能增速仅 1%, 仅恒逸文莱有投产计划。19 年国内大炼化如此高的产能增速大概率伴随 PX 的去利润, 然而大炼化何时能顺利出品确切具体时间仍不确定。

图 25: 中国 PX 产能增速及中国 PX 产量增速 单位: %



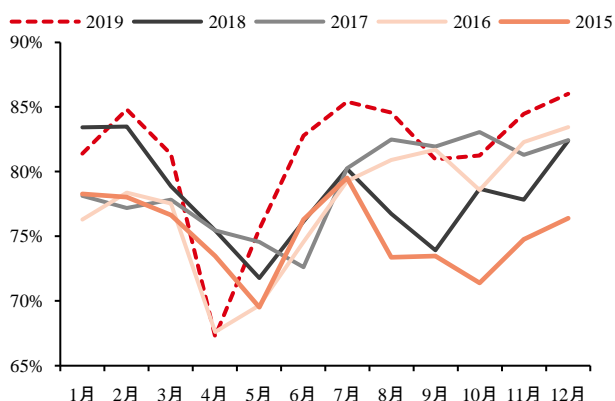
数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

图 26: PX 国产产能增速及亚洲 PX 产量累计同比 (不含中国) 单位: %



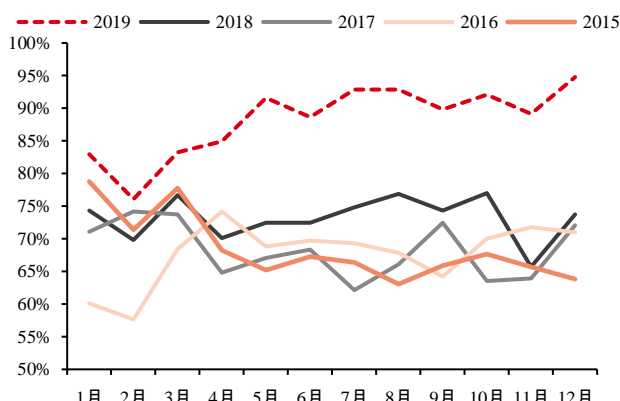
数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

图 27: 亚洲 (除中国) PX 开工率预估 单位: %



数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

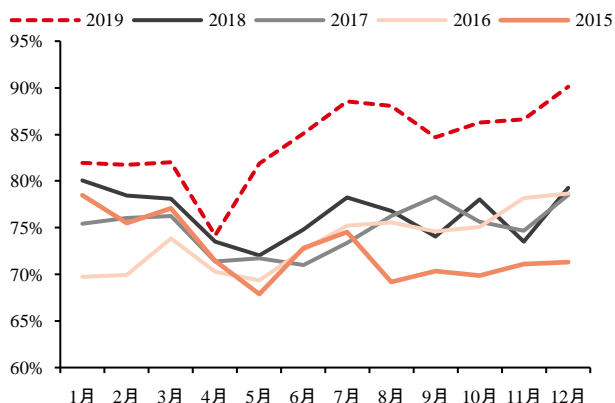
图 28: 中国 PX 开工率预估 单位: %



数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

(3) 19 年 4 月亚洲 (除中国) 检修高峰, 4 月 PX 外盘开工率下滑至历史低位, PX 毛利提前炒 PX 外盘春检预期炒至高估。

图 29: 亚洲 (含中国) PX 开工率预估 单位: %



数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

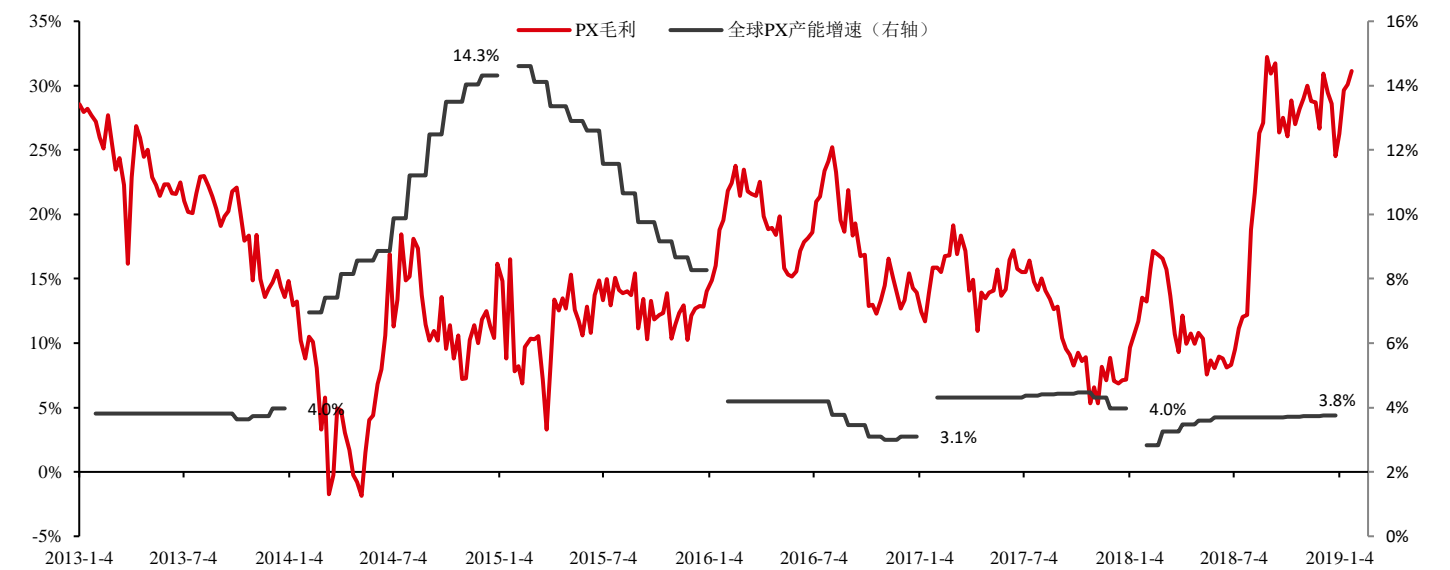
图 30: 中国 PX 检修作预估 单位: %

预期检修	检修天数	检修计划
印度信诚田线	210	原计划11.17检修, 现推迟至明年第二季
三菱化学	35	1月底-3月初期间例行检修
现代HC	80	19年4-5月份计划检修30-35天
泰国PIT	131	明年5-6月份计划检修45天
新加坡美孚	42	2019年3月计划检修35-40天
新加坡美孚	53	2019年1月计划检修60天
sk能源	130	负荷7成, 计划19年9月检修45天
S-oil	90	负荷8成, 计划19年4-5月份检修30-35天
沙特阿美	134	2019年第四季度计划停车检修45-60天。
JX 水岛	38	负荷80%, 2019年一季度计划检修2个月
JX 1#-水岛	25	负荷80%, 2019年二季度计划检修2个月
JX 2#-水岛	25	负荷80%, 2019年三季度计划检修2个月
JX -Sakai	19	负荷80%, 19年二季度末计划检修2个月
东燃通用 (Exxon Mobi)	14	负荷80%, 2019年3月起将永久关闭

数据来源: 卓创资讯 CCF 华泰期货研究院

图 31: 2013 年的 PX 毛利下挫, 领先 14 年韩国的 PX 投产周期

单位: %, %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(4) 14 年 PX 全球产能增速高达 14% (19 年预估为 8%), 2014 年 7 月印度 ONGC92、韩国 SK130、韩国 SK/JX100、韩国道达尔 100, 2014 年 9 月新加坡裕廊芳烃 80 投产, 产能集中在 2014 年 7 月-9 月实际投产, 然而 PX 生产毛利是提前在 13 年 8 月至 14 年 4 月, 均是提前做预期投产去利润。存在可能: 19 年 PX 实际投产前再度出现一波 PX 提前做产能投放预期去利润。

3 短期平衡表展望比较

3.1 甲醇短期库存压力不改, 等待 MTO 投产逆转

图 32: 1 月 29 日自估甲醇平衡表: (久泰仍在 5-6 月开 MTO, 志诚放在 6 月之后)

单位: 万吨/年

	总供应	总供应 累计同比 (%)	非一体化产量				净进口	非一体化 (非一体化 产量)+(- 体化外销)+ (非一体化 产量)+(- 体化外销)+ (净进口) 累计同比 (%)		传统下游 消费量 (国醇 网)	外购 MTO+ (一体化 外采)	外购 MTO 消费+油 品+传统 需求	外购 MTO 消费+油 品+传统 需求 累 计同比 (%)	库存变动 (万吨)	总消 费量	总消费 累计同 比 (%)
			产量	非一体化 产量	(非一 体化产 量)+ (一体 化外销) 增速	(非一 体化产 量)+ (一体 化外销) 增速		(非一 体化 产量)+(- 体化外销) 累计同比 (%)								
Nov-18	510	9.7%	457	294	312	6.7%	53.1	365	2.5%	206	77	317	1.2%	18	492	10.2%
Dec-18	523	11.2%	457	285	303	8.1%	66.8	370	4.3%	214	83	331	1.2%	8	515	10.2%
Jan-19	518	9.9%	453	287	303	20.0%	65.0	368	11.0%	205	93	331	2.4%	6	512	2.4%
Feb-19	551	13.6%	491	307	319	22.1%	60.0	379	15.4%	172	100	305	7.4%	44	507	6.3%
Mar-19	540	12.7%	476	292	305	18.7%	64.0	369	12.7%	199	100	332	5.4%	6	534	5.9%
Apr-19	522	13.1%	456	272	284	17.0%	66.0	350	12.4%	199	100	332	5.5%	(12)	534	6.6%
May-19	557	14.0%	486	287	302	14.4%	71.0	373	12.2%	201	115	349	7.2%	(6)	563	8.7%
Jun-19	577	16.2%	502	304	313	13.7%	75.0	388	13.2%	196	130	359	10.5%	(1)	578	12.2%

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 33: 1 月 29 日自估甲醇平衡表: (久泰 MTO 放在 3 月中, 志诚仍放在 6 月)

单位: 万吨/年

总供应 累计同比 (%)	(非一体化产量)+(非一体化产量)+(一体化产量)+(一体化产量)+ 净进口				净进口	(非一体化产量)+(非一体化产量)+(一体化产量)+(一体化产量)+ 净进口	(非一体化产量)+(非一体化产量)+(一体化产量)+(一体化产量)+ 净进口	传统下游 消费量 (国醇 网)	外购MTO+ (一体化 外采)	外购MTO 消费+油 品+传统 需求	外购MTO 消费+油 品+传统 需求 累计同比 (%)	库存 变动(万 吨)	总消费 量	总消费 量 累计同比 (%)	一体化 煤化工 消费量 (自估)	油品 挂钩 消费量 (自估)	传统下 游累计 同比增长 (%)	
	产量	非一体化 产量	一体化 产量	一体化 产量														净进口
Nov-18	9.7%	457	294	312	6.7%	53.1	365	2.5%	206	77	317	1.2%	18	492	10.2%	145	34	4.1%
Dec-18	11.2%	457	285	303	8.1%	66.8	370	4.3%	214	83	331	1.2%	8	515	10.2%	154	34	3.6%
Jan-19	9.9%	453	287	303	20.0%	65.0	368	11.0%	205	93	331	2.4%	6	512	2.4%	150	34	-6.4%
Feb-19	13.6%	491	307	319	22.1%	60.0	379	15.4%	172	100	305	7.4%	44	507	6.3%	172	34	0.1%
Mar-19	12.7%	476	292	305	18.7%	64.0	369	12.7%	199	107	340	6.2%	(1)	541	6.4%	171	34	0.0%
Apr-19	13.1%	456	272	284	17.0%	66.0	350	12.4%	199	115	348	7.4%	(28)	549	7.8%	171	34	0.7%
May-19	14.0%	486	287	302	14.4%	71.0	373	12.2%	201	115	349	8.7%	(6)	563	9.7%	184	34	1.2%
Jun-19	16.2%	502	304	313	13.7%	75.0	388	13.2%	196	130	359	11.7%	(1)	578	13.0%	188	34	2.2%

数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

上一张平衡表已含 3-4 月煤头减产 7%-10% 的环比减少 (煤头亏损加量), 气头 1 月底集中复工, 久泰假设 5-6 月才能正常开车背景下作的, 2 月集中快速累库 (分化为港口去库、内地累库), 等待至 4 月平衡表才出现改善, 然而改善来自于煤头的春检, 去库 15 万吨/月来源与煤头的春检量, 因此煤头复工后再度面临累库。然而久泰+南京志诚两套各 15 万吨/月的甲醇需求投产将逆转平衡表, 接近 30 万吨/月的每月需求增量, 完全覆盖 5 月煤头春检复工的量级持续去库, 需要外盘装置投产进口增量补充。

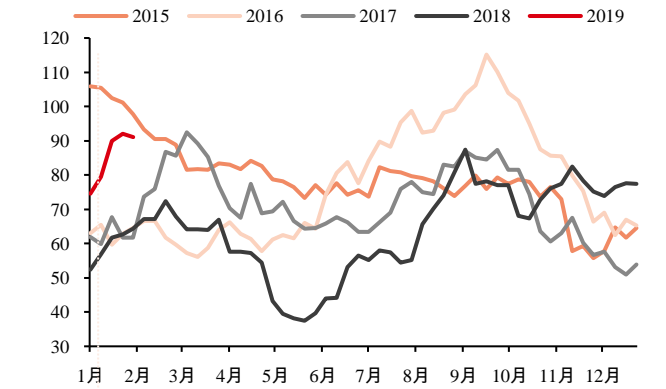
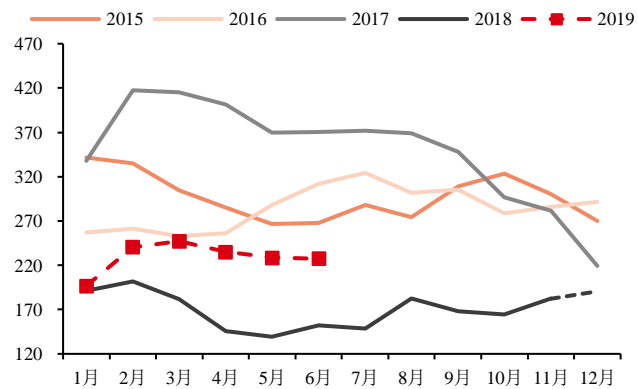
下一张平衡表把久泰投产放在 3 月中, 则从久泰投产开始平衡表发生逆转, 4 月-30 万吨/月的去库, 煤头就算超量复工也能维持不再累库, 等待内外盘投产补充。(补充: 上面两张表已含中原乙烯 MTO 的节后复工, 但假设大唐持续外卖, 大唐潜在复工 MTO 减少外卖甲醇, 这一块也 12-15 万吨/月, 也是逆转平衡表的潜在因素)

短期: 3 月前平衡表仍未改善, 最后一波短空的构建选择反套而非跨品种或单边 (估值低+4/5 月平衡表逆转), 基差走强后逐步平仓。

长期: 因此甲醇的平衡表在久泰及南京志诚外购 MTO 投产之前及之后是截然相反的基本面, 多 MA9 配置时间点等待 MTO 投产时间节点。

图 34: 1 月 29 日自估甲醇平衡表: 全国库存预估 (久泰、志诚放 5-6 月之后) 单位: 万吨

图 35: 甲醇港口库存 单位: 万吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

3.2 PE 当期低库存，预期累库加速，等待二至三季度内盘投产高峰

图 36: 1 月 29 日自估 PE 平衡表: (久泰仍在 5-6 月开 MTO, 志诚放在 6 月之后)

单位: 万吨/年

PE	检修量	自估产量	PE新料产量	新料产量同比 (%)	新料净进口	新料净进口同比 (%)	新料总供应	新料总供应同比 (%)	国产回料		回料净进口量	回料净进口同比 (%)	回料总供应	回料总供应同比 (%)	(回料+新料)总供应	(回料+新料)总供应同比 (%)	平衡表库存		总消费量	总消费变动 (%)	产业需求	产业需求变动 (%)	产业需求同比 (%)	产业需求累计同比 (%)
									料	料							(含回)	自估库存变动						
Nov-18	(259)	137	135	16.1%	116.4	20.7%	251	11.7%	31	-3.7%	0	-100.0%	31	-38.6%	282	2.8%	58	(34)	316	2%	316	3.0%	4.3%	
Dec-18	(167)	150	149	15.6%	113.5	19.2%	263	11.1%	34	-3.4%	0	-100.0%	34	-36.8%	297	2.8%	30	(28)	325	3%	325	6.0%	4.5%	
Jan-19	(101)	155	156	10.0%	120.0	-7.0%	276	1.9%	20	-37.6%	0	#DIV/0!	20	-37.6%	296	-2.3%	39	9	287	6%	287	6.0%	6.0%	
Feb-19	(33)	146	144	10.5%	101.0	7.3%	245	9.1%	7	-37.6%	0	#DIV/0!	7	-37.6%	252	5.3%	92	54	199	4%	199	2.0%	4.3%	
Mar-19	(34)	161	159	10.1%	131.0	4.1%	290	7.5%	28	-19.4%	0	#DIV/0!	28	-19.4%	318	5.2%	95	3	315	3%	315	2.0%	3.4%	
Apr-19	(117)	151	150	10.5%	111.0	4.8%	261	8.0%	33	-15.4%	0	#DIV/0!	33	-15.4%	294	5.8%	76	(19)	313	3%	313	2.0%	3.0%	
May-19	(134)	158	155	11.7%	117.0	1.0%	272	6.8%	31	-14.6%	0	#DIV/0!	31	-14.6%	303	4.7%	91	15	288	3%	288	2.0%	2.8%	
Jun-19	(122)	154	149	12.8%	111.0	0.9%	260	7.3%	29	-13.4%	0	#DIV/0!	29	-13.4%	289	5.2%	114	24	266	3%	266	2.0%	2.7%	

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

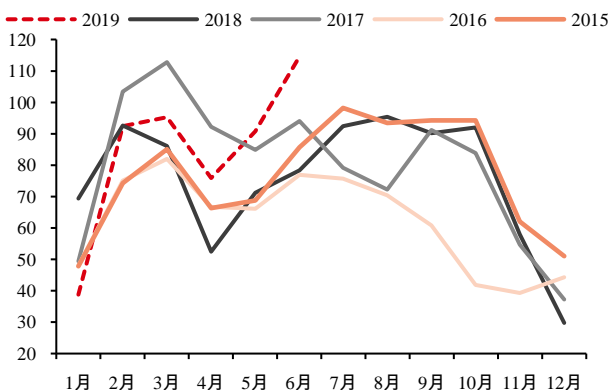
备注：上述平衡表是含回料平衡表。久泰 28、中安 35 放 5 月，浙江石化 75、宝丰 30 放 7 月，青海大美 30 放 9 月。1-6 月 2019 年检修计划偏少，增加 (19 与 18 年检修差值的 1/3 作额外检修预估)。2-3 月进口滞后集中到，因此 2 月进口季节性减量未给太多。需求同比增速 12 月及 1 月给得很好，赶美国出口订单，2 月之后给回放缓预期

(1) 2-3 月季节性累库偏高，国产减少偏少及 2-3 月进口滞后到港预估给得比较高。而真正的累库加速期需要等待 5 月久泰、中安投产，以及后续第三季度的浙江石化宝丰投产。而实际现实的社会库存仅是刚刚底部回建，需要新增产能兑现才能看到预期的快速累库。

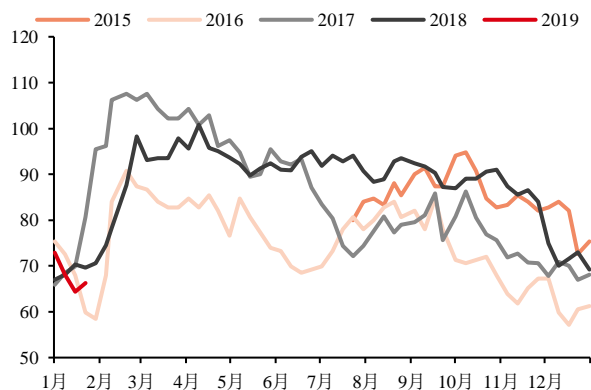
图 37: 1 月 29 日自估 PE 平衡表: 全国库存预估 (久泰、中安放 5 月) 单位: 万吨

图 38: PE 社会库存 (卓创) 单位: 万吨

单位: 万吨



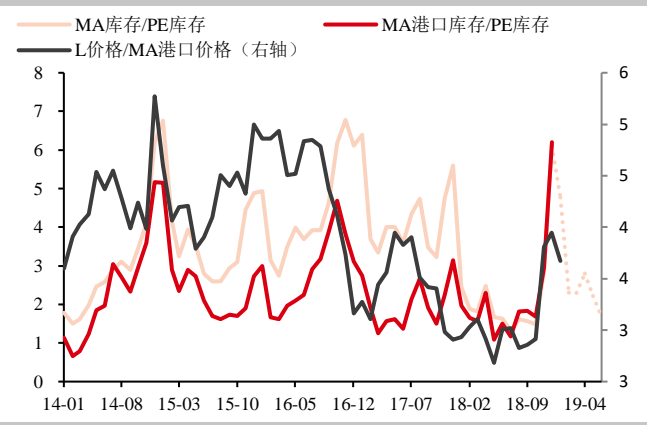
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

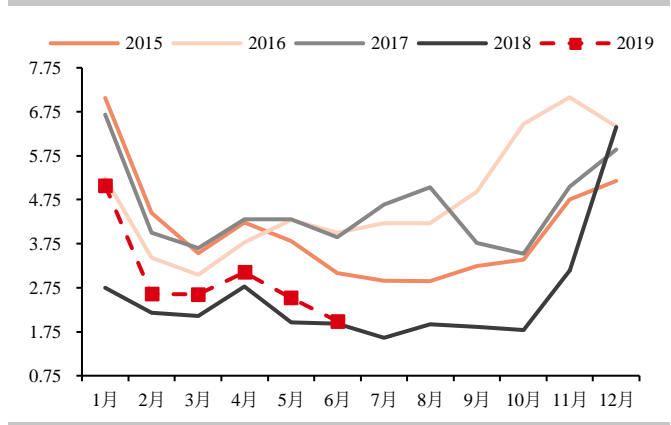
3.3 PE/甲醇平衡表库存比值展望

图 39: L/MA 价比与 MA/L 自估平衡表库存比值
单位: 无



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

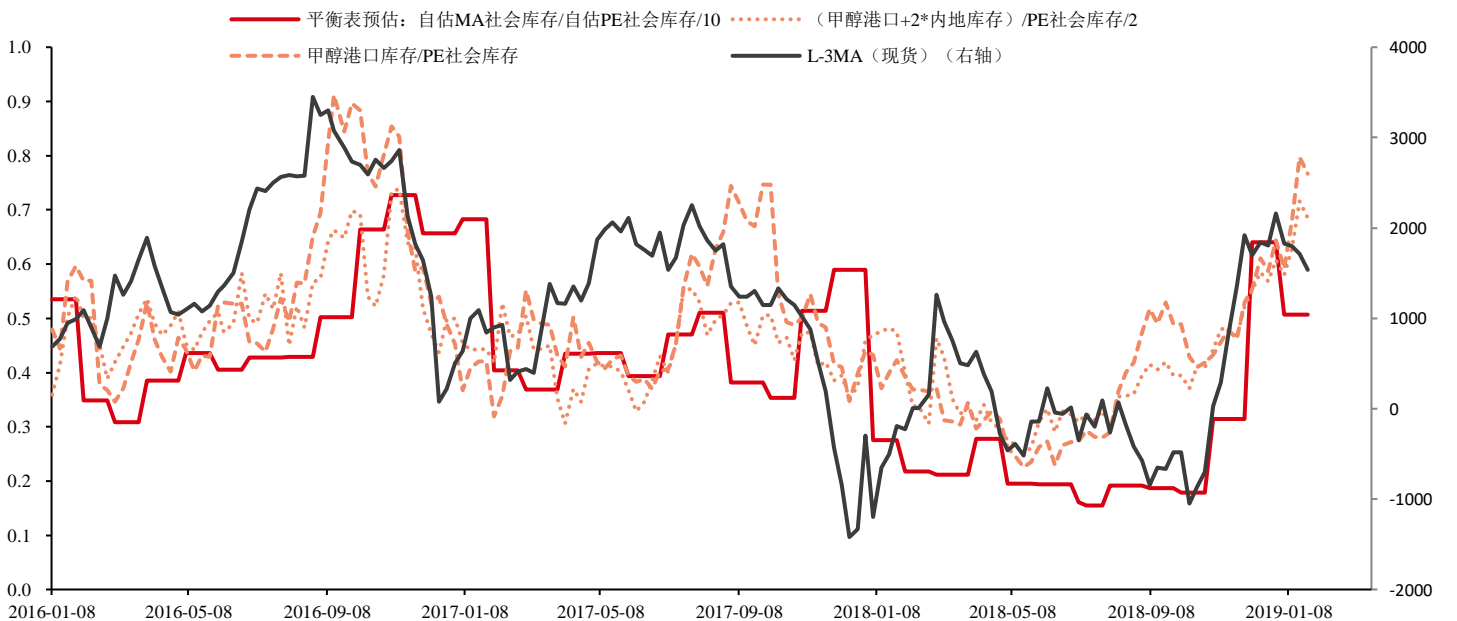
图 40: MA/L 自估平衡表库存比值 单位: 无



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 从自估平衡表 MA/L 库存比值与 L/MA 现货价格比值的匹配程度来看, 16 年以前存在明显正相关, 但 16 年 8 月, 17 年 10 月均有价格比值领先库存比值下滑的情况, 说明了 MA01 承载着传统气头减产及传统年底港口低库存, 8-10 月有提前交易 MA01 多头的现象, 而其他时期库存比值与价格比值相关程度尚可。(2) 下图选用周频的实际 MA 港口库存/实际 PE 社会库存 (卓创数据), 与 L-3MA 现货价差的正相关程度明显提高。(3) 带领先性的自估 MA/PE 平衡表库存比值 2 月明显下滑, 并且 5-6 月持续下滑, 因此跨品种方向选择多 MA9 空 PE9, 然而需要 PE 5-6 月新增产能及 MA 的外购 MTO 久泰及南京忠诚兑现, 投产不确定性仍有, 因此需要结合章节一的估值评价部分寻找安全性, 目前适合, 等待驱动

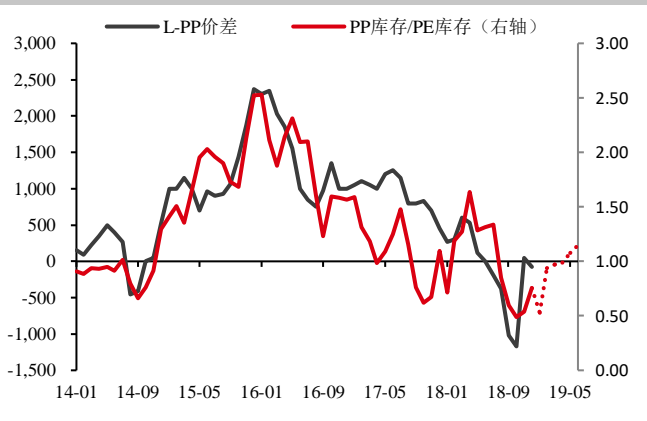
图 41: L-3MA 现货价差 与 实际 MA 港口库存/PE 社会库存 自估平衡表 MA 库存/PE 库存 相关性 单位: 无; 元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

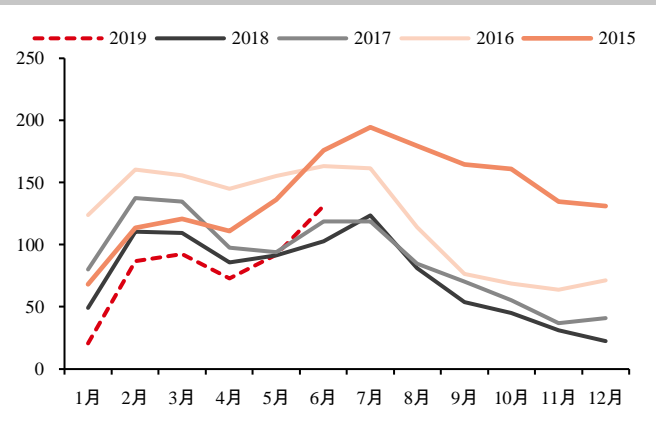
3.4 PE/PP 平衡表库存比值展望

图 42: L-PP 价差 与 PP/L 自估平衡表库存比值 单位: 元/吨; 无



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

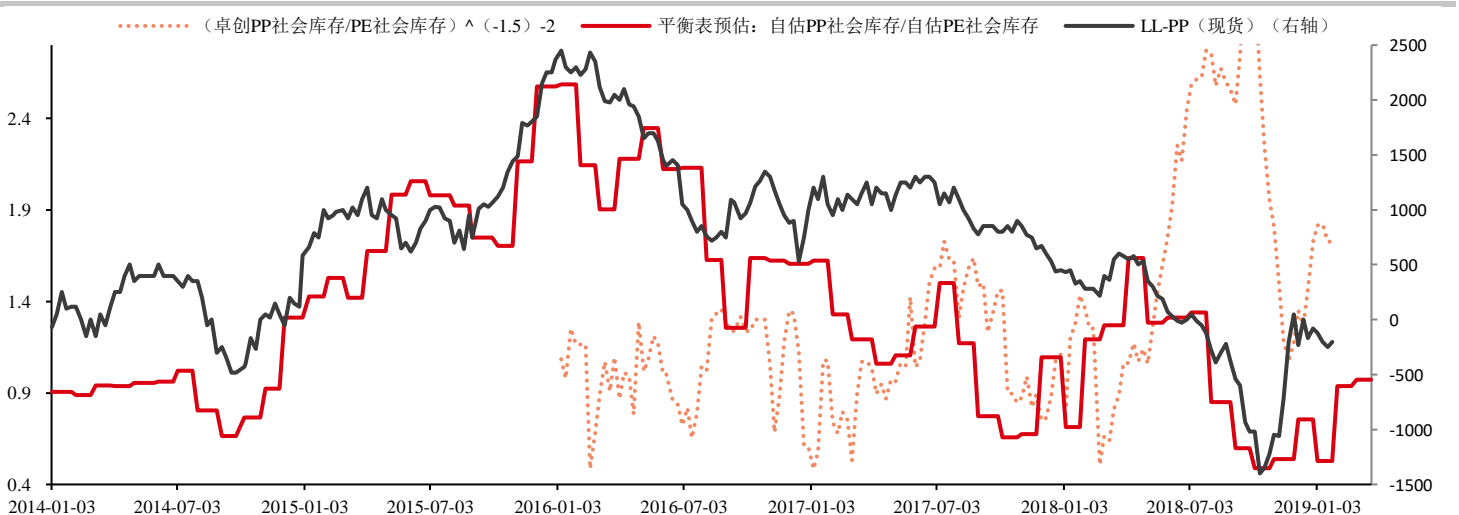
图 43: PP/L 自估平衡表库存比值 单位: 无



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

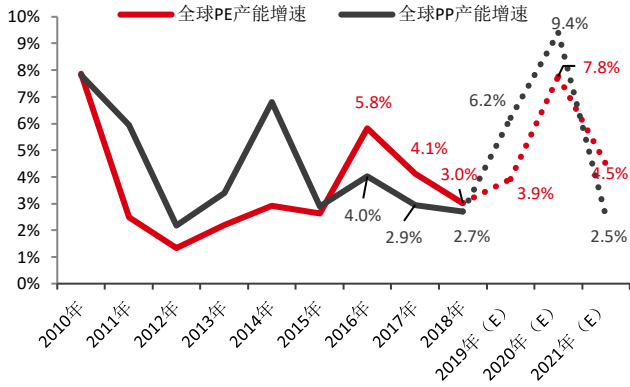
(1) 从自估平衡表 PP/PE 库存比值与 L-PP 拉丝现货价格价差的匹配程度来看, 14 年至今均存在明显正相关, 而下图用高频周频的卓创 PP 社会库存/PE 社会库存比值 与 L/PP 价差的匹配程度却不高, 主要原因有可能 PE,PP 社会仓库太多样本统计不全 (寻找其他权威现货公司数据佐证)。而上一节卓创 MA 港口库存比值与卓创 PE 社会库存比值, 与, PE/MA 现货比值相关性高, 则说明两品种的库存比值波动主要由 MA 引起且 MA 港口库存数据质量高 (2) 短期预判 2-5 月 PP/PE 库存比值季节性震荡走高, 库存变化趋势变化不大, 不建议做 L-PP 价差, 要选的话 LL 比 PP 强。长期预判, 进入 5-6 月, PP 国内新增产能比 PE 产能增速大开始体现, 只专产 PP 的分别是恒力 5 月 PDH45、6 月巨正源 PDH60, 因此做空 9 月的 MTO 头寸建议选择空 PP09, 然而结合基差修复程度则 LL09 更合适。

图 44: L-PP 现货价差 与 卓创 PP 社会库存/PE 社会库存 自估平衡表 PP 库存/PE 库存 相关性 单位: 无, 元/吨



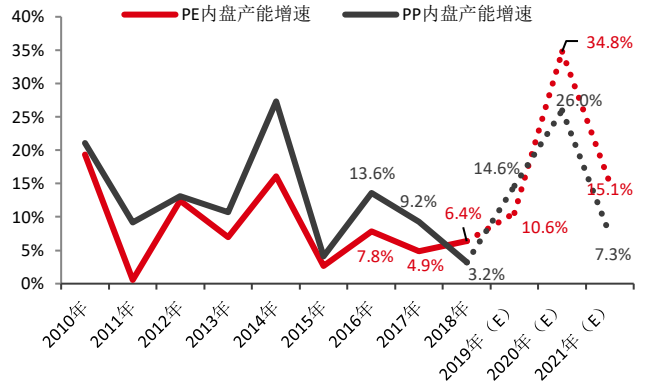
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 45： 全球 PE&PP 名义产能增速预估 单位：%



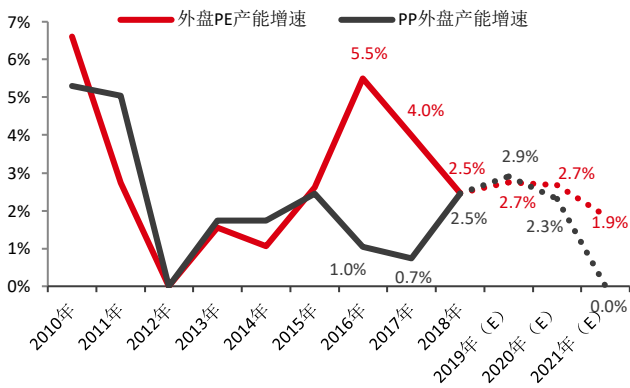
数据来源：卓创资讯 安迅思 华泰期货研究院

图 46： 中国 PE&PP 名义产能增速预估 单位：%



数据来源：卓创资讯 安迅思 华泰期货研究院

图 47： 外盘 PE&PP 名义产能增速预估 单位：%



数据来源：卓创资讯 安迅思 华泰期货研究院

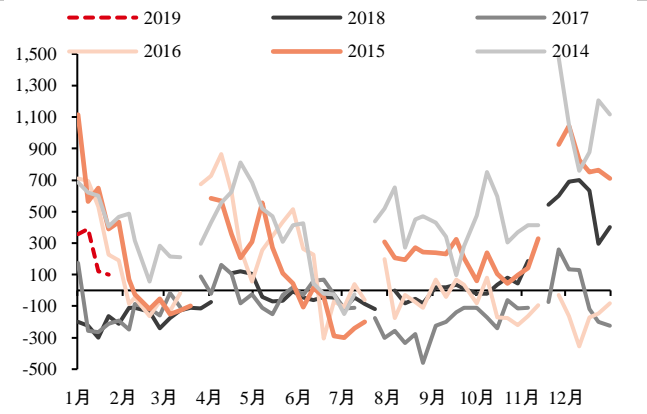
(3) 补充：接本节 LL-PP 跨品种预判。简单放三张图。长期产能分化：逆转

16-18 年全球名义产能增速 PE 大于 PP，特别是 18 年无论内盘、外盘、还是总的全球名义产能增速都是 PE 大于 PP，因此 18 年空 LL 多 PP 非常好做，并且短期的时间节点就是 PP 出口窗口开的时候做非常好。

19 年全球及内盘的 PP 产能增速逆转为大于 PE，外盘产能增速则是 PP 产能增速略大于 PE，长线驱动逆转多 LL 空 PP。并且以往短期时间节点很有用的 PP 出口窗口已失去价值（特别是 18 年 6-8 月越南、马来外盘 PP 投产后，中国 PP 出口窗口首度出现开了立刻关闭且一路掉到进口窗口打开）

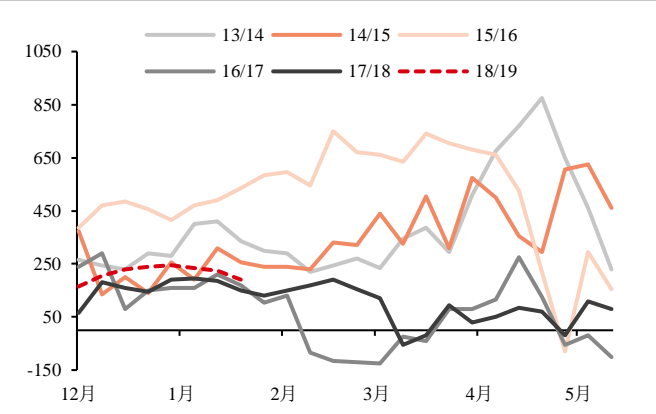
3.5 LL5-LL9 定价问题

图 48: LL 基差季节性图 单位: 元/吨



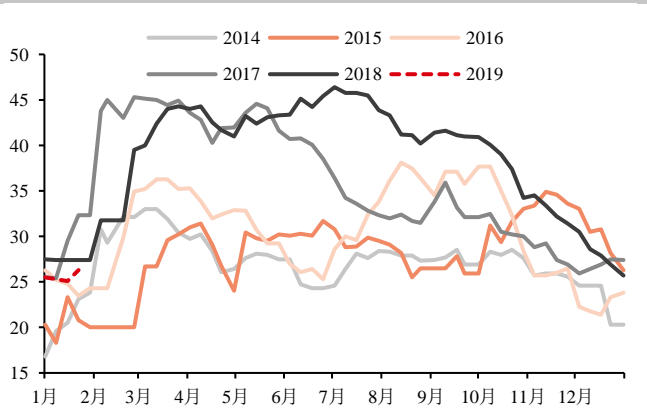
数据来源: Wind 卓创资讯 华泰期货研究院

图 49: LL5-9 季节性图 单位: 元/吨



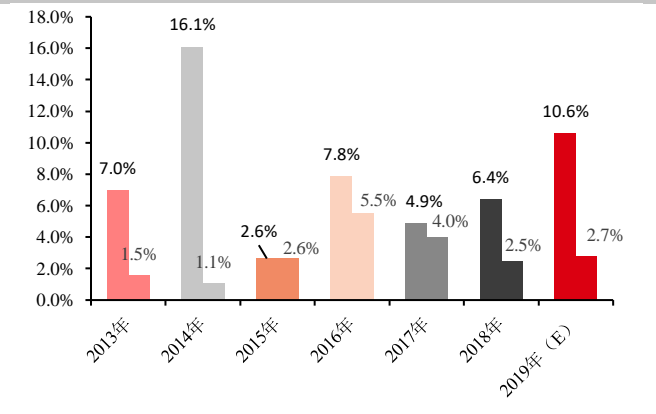
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: PE 港口库存 单位: 万吨



数据来源: 卓创资讯 安迅思 华泰期货研究院

图 51: 中国 PE (左柱)、外盘 PE (右柱) 名义产能增速 单位: %



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

(0) 理论上连续品种是库存定价基差, 然而 PE 却是产能投放预期+库存一起定价基差, 并且前者为主; 然后基差+产能投放预期+库存一起定价跨期, 继续是前者为主。16 年下半年作为分界, 此前为 (较高名义产能增速+库存绝对水平低位) 定价高基差, 此后为 (中等名义产能增速+库存绝对水平高位) 定价负基差, 或者说 17 年开始市场不再根据远期新增产能再给远月定深贴水 (产能落地不如计划)。

(1) 14 年 5-9, 投产预期定价高基差, 高基差拉扯跨期: 巅峰内盘产能增速 16%, 05 基差定 500 过高的基差, 导致 12-3 月正常季节性累库过程中收基差过程中 5-9 从 250 至 400 盘整并未跟随累库明显走弱, 基差定价略高于库存定价。3 月后季节性去库+下半年投产预期高峰, 跨期拉升

(2) 15年5-9, 投产预期定价高基差, 高基差拉扯跨期: 看似内盘产能增速只有2.6%, 实际16年投产的蒙大30、神华新疆30原计划也是15年下半年投产的, 算上当时的预期产能增速应该是6.6%, 较高产能增速继续定价05基差一度高至700, 5-9在2-4月的主升段同样伴随着05基差修复, 而当时库存亦是正常季节性累库。

(3) 16年5-9, 投产预期定价高基差, 高基差拉扯跨期, **尾段库存重新掌握定价权**: 16年投产增速高峰7.8%, 定价1605基差又是高达500-600, 1605-1609的主升段从1月450上升到3月750正是高基差拉扯下的05基差修复行情; 然而4月港口库存同比偏高, 库存重新掌握定价权把修复完基差的5-9跨期从750一直压到0。首张05合约出现了基差修复行情结束后的港口库存累库超预期, 尾段库存定价占主导的行情。

(4) 17年5-9, **基差结构转变的重要年份**。投产预期不再定价高基差, 库存高水平常态定价负基差。首先是前几年的内外盘投产不靠谱不如预期, 空头吃亏后不按内盘产能增速定价; 而16年下半年开始至18年的外盘扩产高峰使港口库存绝对水平上一个台阶, **进入库存绝对水平定价负基差的年份**。17年1-3月港口累库超季节性把基差一路压至-250, 5-9跨期亦压至-130, **首年库存定价跨期占主导**。(也与市场主要玩家的消退有关)

(5) 18年5-9, 延续17年不按投产预期定价基差, 港口库存绝对水平高位定价负基差。由于17年外盘产能增速仍高, 导致了18年1-3月港口累库继续超季节性, 高库存压制负基差-300压制18年的5-9跨期

(6) 19年5-9, **首年再度出现产能投放预期定价高基差**, 18年底的05基差一度顶在500-700, 此前预期与14-16年的轮回类似, 但本轮收基差过程中并无伴随5-9的扩大(本人更多认为09过快补基差不合理, 09存在高估), 基差修复对跨期的定价行情已走完绝大半, 后面亦有机会是基差从100修复到0对5-9拉升得贡献, 但基差贡献的空间已很少。**基差定价告一段落后, 接着交棒给库存定价**, 在2-3月滞后集中到港压力下, 预估2平衡表累库幅度仍大于同期, 因此不建议继续做正套。

甲醇的5-9跨期定价基理请参考《甲醇空1905多1909策略探讨》, 此处不再重复。

4.1 PTA 及 PX 平衡表 2 季度前仍偏紧，PX 需等待二至三季度中国大炼化投产才能逆转进入偏松

图 52: 1 月 29 日自估 PTA 平衡表以及亚洲 PX 平衡表: (TA 晟达放 3 月, 翔鹭 3# 复工放 3 月; PX 腾龙 2# 复工放 3 月, 恒力 1# 投产放 4 月, 2# 投产放 7 月, 浙石化投产放 Q3 之后) 单位: 万吨/年

	检修量	预估产量	TA 产量	TA 产量同比	TA 净进口	TA 总供应	聚酯				PTA		中国 PX 产量	中国 PX 产量同比	亚洲 PX 产量 (除中国)	亚洲 PX 产量同比	亚洲 PX 总供给	亚洲 PX 总需求	亚洲 PTA 消费 PX	未统计需求 (调整项)	调油需求 (调整项)	金融投机需求 (调整项)	亚洲 PX 库存变化	亚洲 PX 库存	TA 库存 +0.86P X 库存	
							聚酯产量	聚酯产量同比	PTA 总需求	其他用途	库存变化	社会库存														
Dec-18	(97)	338	347	13.6%	(0)	347	401	11.3%	358	348	10	(11)	72	Dec-18	90	9.3%	178	7.9%	268	8.4%	273	278	(5)	(4)	142	194
Jan-19	(90)	345	347		(1)	346	384		343	333	10	3	75	Jan-19	101		176		277		268	278	(10)	9	151	205
Feb-19	(85)	316	317	2.1%	(1)	316	348	9.9%	311	301	10	5	79	Feb-19	93	7.5%	166	-0.4%	258	2.3%	250	258	(8)	9	160	217
Mar-19	(59)	386	384	4.7%	(1)	383	404	9.4%	360	350	10	22	101	Mar-19	101	7.0%	176	1.5%	277	3.4%	294	302	(8)	(16)	143	225
Apr-19	(44)	389	381	6.5%	(1)	380	416	9.1%	371	361	10	9	111	Apr-19	119	13.5%	141	-1.7%	260	3.7%	292	300	(8)	(32)	111	207
May-19	(73)	373	370	7.3%	(1)	369	432	8.5%	384	374	10	(16)	95	May-19	128	19.3%	163	0.0%	292	6.9%	284	292	(8)	7	119	197
Jun-19	(44)	389	375	8.6%	(1)	374	425	8.2%	378	368	10	(4)	91	Jun-19	124	21.7%	173	1.3%	298	8.6%	288	296	(8)	9	128	201
Jul-19	(44)	402	396	9.1%	(1)	395	440	8.0%	391	381	10	4	95	Jul-19	147	26.6%	185	2.4%	332	11.1%	302	310	(8)	30	158	231

数据来源: 卓创资讯 CCF 网络收集 华泰期货研究院

备注: TA 产量预估, 含晟达 3 月、翔鹭 3#3 月复产, 1-7 月目前公布检修较少 (含 19 减 18 年检修差值的 1/3 作补充预估), 聚酯按产量季节性环比变化线性外推以及前文的聚酯新增产能计划作估算。中国 PX 产量预估, 含腾龙 2#3 月复产、恒力 1#4 月投产、2#7 月投产; 中国 PX 及亚洲 PX 含前文检修计划。

(1) 19 年聚酯名义新增产能增速仍 10%, 2019 年 1-7 月聚酯产量增速放缓但仍在 7%-8% 左右的较高位水平, 特别上半年继续维持 8% 附近, 导致预估 TA 平衡表在集中 3 月季节性累库后, 同比绝对水平仍维持低位。(关注 3 月翔鹭复工进度, 若不兑现则累库仍不明显)

(2) 4 月外盘 PX 检修超量导致亚洲 PX 平衡表 3-4 月库存预估陆续新低, 短期驱动强。而随着 6 月外盘 PX 检修复工, 叠加 4 月及 7 月恒力 2 套 225 的 PX 投产落地后, 亚洲平衡表才能逆转为累库, 时间节点在 7 月。因此二季度 PX 处于估值高+驱动强, 驱动未转向无法做跨品种对冲空头配置, 只能通过跨期 TA 的多 5-空 9 去实现 PX 平衡表 7 月后逆转空 PX 远端估值的想法, 后文再评价 TA5-9 的定价问题。

图 53: 1 月 29 日自估 PTA 平衡表: 单位: 万吨

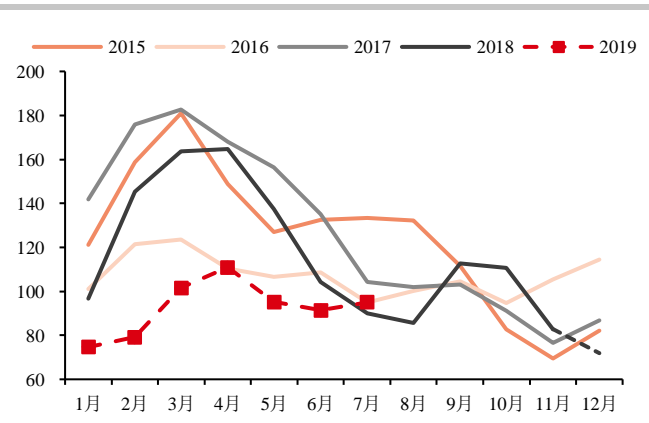
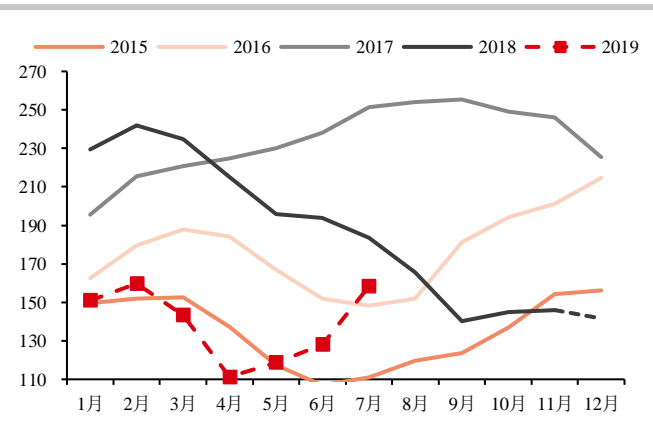


图 54: 1 月 29 日自估 PX 平衡表: 单位: 万吨

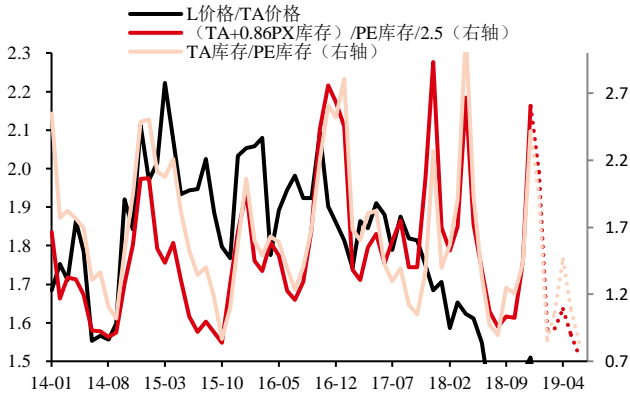


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

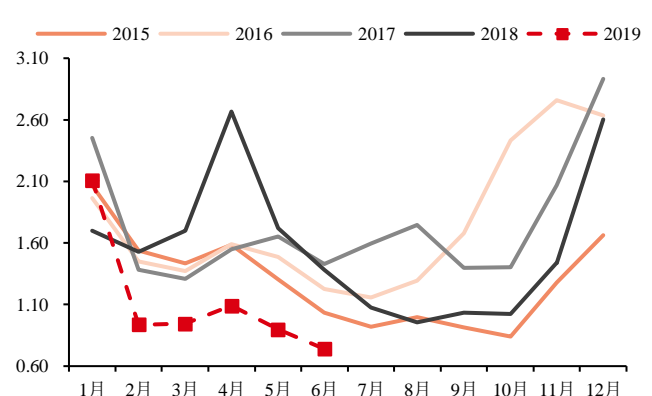
4.2 PE/PTA (PX) 库存比值展望

图 55: L/TA 现货比价与 (TA+PX) /PE 自估平衡表库存比值 单位: 无; 无



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 56: (TA+PX) /PE 自估平衡表库存比值 单位: 无



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

(1) 左上图为平衡表估算 (TA+PX) 库存与估算 PE 库存比值, 与, TA/L 现货比价的对比图, 17 年底之前存在明显正相关。14 年至 16 年季节性的 11-12 月 (TA+PX) /PE 库存比值上升都会看到对应 L/TA 现货价比上升, 然而 17 年底至 18 年 8 月现货比价基本忽视库存比值单边走低, 与 TA18 年自身展开的大行情有关, 18 年为首年 PTA 有效负荷开满仍不满足聚酯旺季消费年份, 市场自年初提前打预期所致。(2) 市场经历 18 年 PTA 单边大涨行情后稍恢复理性, L/TA 现货比价重新跟回库存比值走。而前文所述 19 年的聚酯持续高速投产以及 19 年 4 月的外盘 PX 检修高峰, 将导致库存比值总体水平继续下移, TA 或者说 PX 在 7 月前仍然是驱动强估值高, 无法作为对冲空头配置。

图 57: L/TA 现货比价与 (TA+PX) /PE 自估平衡表库存比值 单位: 无; 无

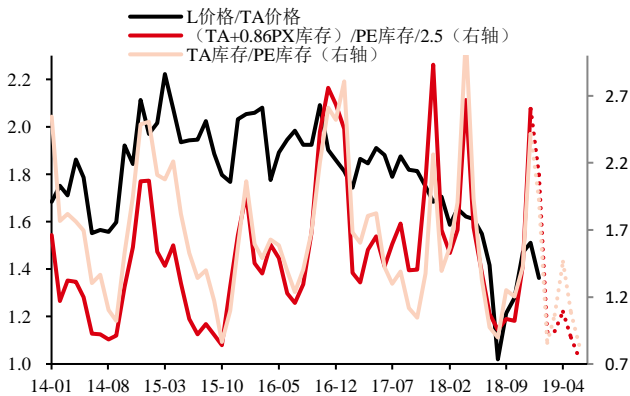
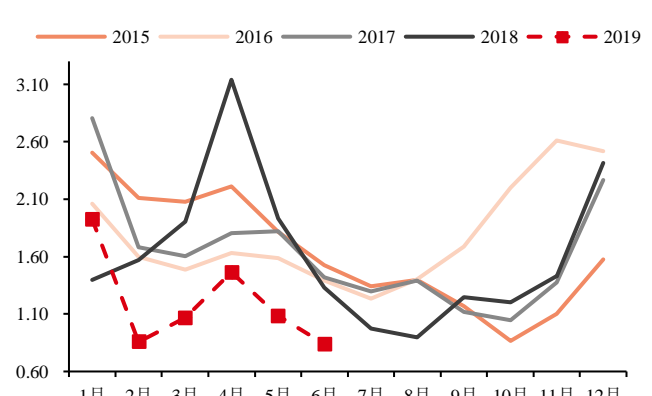


图 58: (TA+PX) /PE 自估平衡表库存比值 单位: 无

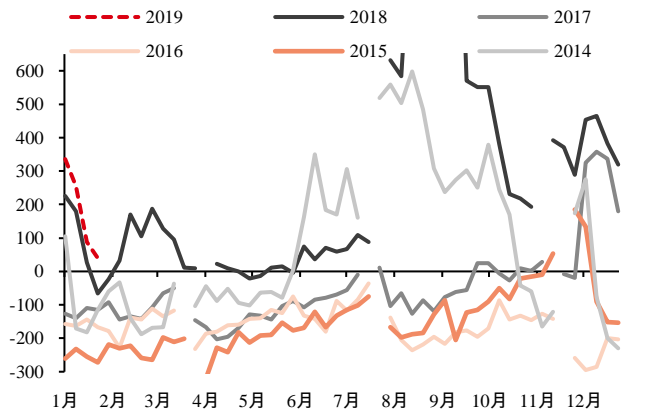


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

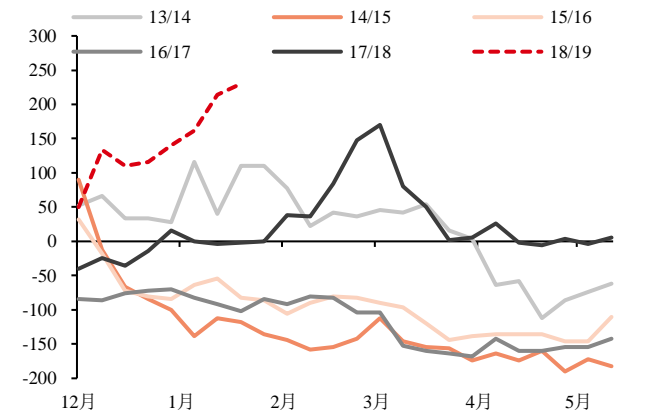
4.3 TA5-TA9 定价问题

图 59: TA 基差季节性图 单位: 元/吨



数据来源：Wind 卓创资讯 华泰期货研究院

图 60: TA5-9 季节性图 单位: 元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 61: PTA 社会库存 (CCF) 单位: 万吨

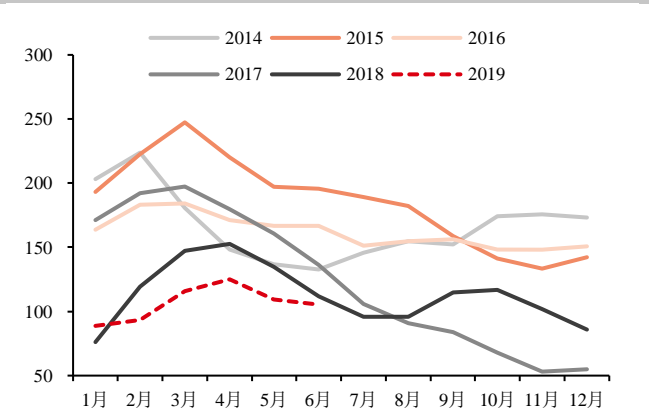


图 62: PTA 注册仓单 单位: 万吨

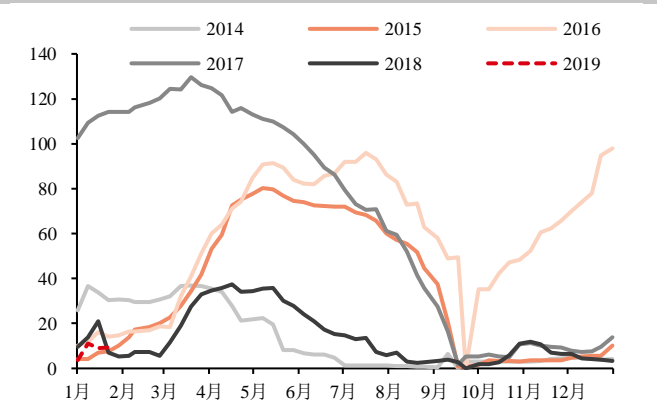
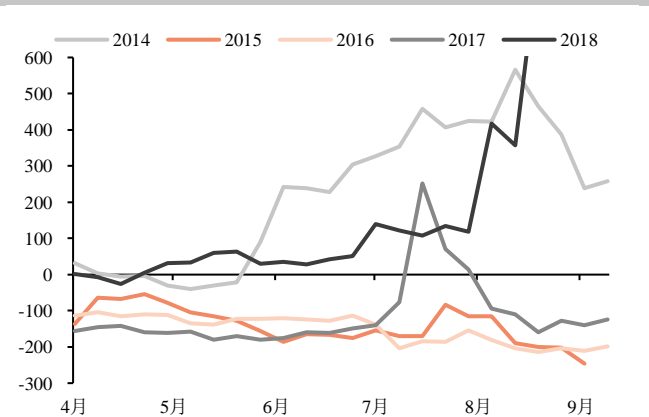


图 63: 补充: TA9-1 季节性图 单位: 元/吨



(0) 基差不像 LL 和 PP 那样产能周期定, 右下图 14 年净产能增速高达 17%, 但 14 年并无定高基差, 1-5 月仍然是负基差, 而 14 年 6-9 月的高基差是 14 年高产能增速打 TA 亏损后导致的 14 年 6-9 月 TA 厂家联合检修挺价导致的 (特别是 1409-1501 跟随厂家垄断检修猛拉一波) (此处较为特别, 即 TA 产能集团垄断性过高, 15 年之前的 TA 社会库存绝对水平不高仍未过剩, 厂家垄断检修调节可影响控制基差结构及生产利润, 此角度来看, TA 生成利润与基差跨期存在潜在反相关关系; 15-17 年上半年过高的社会库存及仓单, 厂家垄断调节能力下降, 检修量级无法调节基差跨期; 而 17-18 年聚酯投产高峰后, TA 社会库存绝对水平下降, 回到紧平衡时代, 18-19 年重新回到 15 年以前 TA 厂家垄断调节基差结构话语权重的年代)。因此 TA 基差并不是产能定的, TA 基差定价是仓单数量定价: 即 社会库存—注册仓单—基差—跨期 传导定价 (而社会库存绝对水平低的年代, 包含 TA 生成利润定价, 即期检修预期定价)

(1) 14 年的 5-9: TA 经历 12-13 投产大年后, 14 年仍是 TA 产能净增速仍高达 23%, 聚酯产能增速仅 9%, 社会库存 1-3 月仍累积至高位定价 05 基差趴在 -200 区间附近盘整 (1 月 -200、2 月 -150、3 月 -100 为无风险交割成本) 无风险交割吸引注册仓单打压 5-9 尾段至 -100。(此处补充, PX 生产利润提早于 13 年底已打压下来, 因此 9 月未明显体现 14 年亚洲 PX 17% 的产能投放高峰)

(2) 15-17 年的 5-9, 年间高库存需要负基差冻结仓单, 库存环比变动无意义, 社会库存均同比高位: 套路类似, TA 社会库存绝对值偏高 (伴随 3 年低投产增速), 厂家垄断检修控制基差的话语权已失效 (特别看 6-9 月这段的检修对 TA9-1 的影响会很明显, 随着 15-17 年年间的社会库存往下移, 同样量级的 6-8 月厂家检修在 1509-1601, 1609-1701 无效果, 但在 1709-1801 有短时间效果)。15-17 年的 5-9 基本都是高库存对应负基差吸引注册仓单往下压至移仓成本。

(3) 18 年的 5-9, 年间低库存首度正基差, 库存环比变动有意义: 经 3 年的库存出清及 17 年下半年开始的聚酯产能投放周期, 18 年初社会库存同比低位, 同比低库存首度定价高的正基差至 200, 而 18 年节后去库时间偏后滞后至 4-5 月才开始去库, 导致 1805-1809 在 3 月冲高后再度回落。

(4) 19 年的 5-9, 年间同比最低库存决定高基差, 在补基差过程中 1905-1909 已完成一波上升, 往后交棒给累库高度及节后去库是否顺畅。按预估平衡表看 3-4 月累库幅度量级正常季节性略偏少, 虽然 TA59 正套能实现空 PX 远月的效果, 但过节期间平衡表 TA 正常季节性累库的背景下, 目前高位的 5-9 能否继续上升的主动权交给厂家的检修调节, 前文所述 18 年后理论上厂家的垄断检修话语权是力量加大 (正常春节累库打 TA 利润的时候厂家检修出台的调节能力增强), 但目前偏高生产利润厂家无动力加量检修, 慎防类似 18 年春节回来复工晚导致累库超预期的情况, 选择观望。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com