

刘学

期货执业证书编号 F3030835

liuxue@dxqh.net

## “期宝”2018 半年度能化产业 峰会纪要

### 华信物产：从原油角度看下半年能化品的资产配置及投资机会

从 17 年开始，因为 opec 及非 opec 联合减产的协议，原油平衡表从累库变为去库。17、18 年处于快速去库存状态，基本上已经把 14-16 年由于页岩油而累积的库存完全去掉了。之前 opec 说要把库存去到五年平均库存（13-17 年）的水平，从显性库存来看在 3 月就已经达到了，而目前库存离 12-16 年平均水平还有距离，但是库存/消费比远远低于之前。因此综合来看目前原油库存处于中性偏低位。假设没有其他特殊情况，6 月 22 日增产协议（增产 100 万桶/天）会使得去库存变为增库存，80 美金是今年最高点。但是，这是要利比亚、伊朗、委内瑞拉保持 5 月产量的情况下，目前这三个国家是对于该平衡表最危险的因素。利比亚由于战局动荡武装袭击，目前两个港口关闭，产量从 100 万桶/天降到 60 万桶/天。由于近几年美国的制裁以及对油田疏于维护，委内瑞拉的原油产量从 230 万桶/天的高点明显下降，今年下半年可能继续下降。马瑞油最大的问题不在于产能下降，而在于今年输了个仲裁官司，康菲石油把加勒比海三个出口港口拿掉了，等于拿掉了委内瑞拉原油的出口终端。现在暂时以船对船来解决，整个出口量会显著放缓。下半年最大的危险来自伊朗。伊朗正常出口量 260 万桶/天，如果按照 Trump 的要求所有美国盟国停止对于伊朗原油的进口，只有中国和印度可能拒绝这一要求。但中国和印度整个进口量仅 100-150 万桶/天，而且存在贸易战的不确定因素，可能并不会增加或维持目前对于伊朗的进口量。这样出口下降约 160-260 万桶/天，opec 增产的量完全无法弥补伊朗带来的损失，这样市场将呈现更明显供不应求。伊朗的应对方式主要有：1. 堆浮仓，若浮仓在 5000 万桶以上，将被迫减产。对于原油贸易来说就是减少了这么多流通量。opec 闲置产能并不都能实质增产，可能就沙特增产的极限为 1080 万桶，即极限 80-90 万桶/天，所有国家增产极限也就是 100 万桶/天，完全不能对冲伊朗的减少。沙特目的在于控制油价在合理区间内（70 美金以上就好），也是满足 Trump 的要求，6 月就已经增加出口以对冲未来风险。目前原油现货普遍弱以及中东运费高也是由于中东出口在 6 月明显增加。在沙特产能达到极限之前，沙特会尽力通过增产使原油价格在 80 美金附近，但当沙特产能达到极限后，如果其他国家再出现一些问题，那价格会继续往上走。

需求跟随宏观，相对有惯性，需求较弱表现为增速下降。需求的小变化和供应不是一个量级。目前炼厂利润较低，需求有向下趋势。短期在伊朗问题不出现，主要炒作需求时，70 美金是做多入场点。今年原油和成品油增速较高，主要是柴油。美国的强经济带柴柴油生产量不足，造成成品油较强，而汽油库存处于五年高位。贸易战是需求最大不确定性因素。从历史数据来看需求只有在 2008 年经济危机出现了一次同比下降，其余仅是增速的下滑。即使贸易战把全球经济拖累到 2008 年的水平，需求对比正常下降的量就是伊朗出口量（260 万桶/天），原油平衡表依然是紧平衡。因此贸易战对原油的实质影响并不那么大。

在原油下半年相对强的情况下，从成本端推的化工品：PTA、沥青、燃料油 380。甲醇上可能会有与原油相同的伊朗问题，需警惕。PVC 在产能小的情况下，可能依然维持高利润周期。PTA 是在供需紧平衡下最容易传导原油上涨

的品种。燃料油 380 主要做船加油，中国市场仅有新加坡的 1/10。舟山的船加油市场太过小众，参与者较少。中国船加油大量进口新加坡，天然贵一个运费，很多船在舟山加一点油以顺利到达新加坡加满油。除此之外船加油可能是做炼厂加工利润的很好的品种，或跟随新加坡燃料油裂解差。沥青做的是国内炼厂重油加工利润和裂解差，但很多时候跟随国内宏观和基建预期。

### 富善投资：PTA 供需格局及行情的演变

通过调研，整体 PTA 实体经济不错，景气周期仍在。PTA 货紧，基差走强，下游企业也比较看好后市。PTA 内外价差外盘升水 800-1000 元，出口有利润，也会分流 PTA 的一些量。聚酯多有扩张，聚酯企业利润都比较好。聚酯出口主要是发展中国家，贸易战影响不大。从周期来看，炼厂在 04-07 年是黄金时期大牛市，11-14 年炼厂扩张。15-17 年炼化产能缩紧，需求增加。未来几年炼厂扩张规模还是挺大的，对亚洲成品油、化工市场带来压力。警惕 2018 年底，恒力石化 2000 万吨预计最先投产。由于船燃含油量要求下降（从 3.5%至 2.5%），炼厂毛利可能不会大幅下滑。PX 产能过剩，PX 的弱势叠加 PTA 在 19 年三季度前无新增产能，对于 PTA 工厂利润带来利好。这波景气是由于终端织造、聚酯的层层叠加。聚酯开工率不断提升，18 年开工率均值达到 91.86%，产能也有提升空间，1-5 月聚酯产量增速 13%。聚酯这两年的高增速来自：1. 国民收入提升。2. 新兴国家人民收入的提升。3. 对传统的替代，现在有些链条转用聚酯。4. 中国城镇化的进程，与房地产息息相关，家纺增加。5. 废旧瓶片的禁止进口，200 万吨增速。6. 网购的兴起，降低衣服价格刺激消费。聚酯利润达到 1000 元/吨，瓶片达到 2000 元/吨，库存可控，预期低位。只有当高库存加上不赚钱，聚酯才会检修，现在是看不到的，这也是对 PTA 需求的保证。PTA 的新增产能并不确定开车的日期，比较具有确定性的就是福海创，一半产能能否正常开车在 19 年三季度增加 250 万吨产能。因此在 19 年 3 季度前，没有新供应量来压制加工费。现在是小牛市，PTA 利润回升也是确定的。可以选择 PTA 比重大的股票在估值合理处入场，在 19 年三季度前应该没有问题。

### 上海碧科：国内外甲醇市场的变化及下半年行情展望

宏观决定期货价格绝对水位，供需决定趋势，基差是一种态度，现货由库存决定。甲醇供需格局中国是甲醇最大的生产国，世界的老大，海外供应绝对垄断。海外供应垄断到东南亚、中东和美洲。上半年甲醇行情回顾：1. 价格的徘徊。上半年甲醇呈现窄幅波动态势，并没有趋势行情。港口现货价格在上半年来逐渐回归理性。甲醇是大宗化工中间体，有顶有底，主要看上下游承受程度。甲醇的疯狂一般都在年底。今年甲醇山东南部价格体现了内地与海外港口价格的博弈，具有参考性，稍理性于东港口价格，预计下半年与期货价格关系会加强。2. 高基差。高基差是华东贸易商及市场做出的信用负溢价。上半年的补基差是现货主导的而非期货。3. 低库存。二季度进口量同比 17 年少了 19 万吨，二季度库存同比 17 年少了 30 万吨。今年上半年库存的减少主要是进口减量造成的。需求端 18 年传统下游及 MTO/MTP 开工率都不及 17 年，依然去库存的原因还在于醇基燃料这块需求（至少 10%增速），这块需求在采暖季结束后留下了大部分。港口库存可以拆为三块。江苏库存以贸易商库存为主，最近只是微累，依然还在绝对低位，这也是贸易商看多的主因。浙江库存代表 MTO 库存，近几周 MTO 补库存进展十分迅速，淡季累库存，MTO 补库行为已经结束，现在价格体现的是基本补库结束的价格。华南代表固态市场，库存在正常位置。今年库存沿用季节性走势。从开工率来看今年的供应并没有想象的少那么多，今年供应还是正常的。

海外市场上，今年最重要的是伊朗装置迟迟落空对它的开工预期。假设今年只有美国 OCI 装置开工以及预计 11 月开工的智利装置，海外有连续 27 个月没有新投产的装置。27 个月需求增量 100 万吨（按每月增速 1.5%计算），这就体现在进口的减量以及海外价格持续高位上。月度进口最低量在 4-5 月，海外春检导致。梅赛尼斯改变了其东北亚调拨港，从韩国变到中国长江国际。今后看到中国进口新西兰甲醇的量就是梅赛尼斯新西兰全部进口量，以后转口会、补货会成为常态。梅赛尼斯装置两年一检，装置轮检，4 年一次天然气管线检修（一般在 2/3 月）。马来西亚 175 万吨/年和 70 万吨/年两套装置，2018 年产量没有保持是由于 175 装置出问题，8 个月内三次停车检修，后期面临长周期检修，检修时间预计 8/9 月。18 年马来西亚供给一定不如 17 年。同样，文莱装置因为年代太老，也有问题，不断在停车。伊朗供应并没有大家想象的那么担心。伊朗货出口情况具有变动性，主要来自于它装置的检修。此外，伊朗货有贸易属性，根据价格调整各国家出口量。贸易战对中国进口甲醇没有关系，可以忽略。利比亚政局动荡，3 月甲醇厂发生爆炸，两套 33 万吨装置开不起来。乌克兰、罗马尼亚有两套装置也关了，委内瑞拉因为缺电，一套装置恢复不了，目前整个开工率从之前 80-90%降至 60%。在无剩余产能供应时，5 月 OCI 开车仅仅补齐了缺口。

预计7月进口量能恢复到65万吨，但今年甲醇进口减量是确定的。

国内接下来新增量只有鲁西和恒力比较确定，因此实际上今年供应增量也就是和17年持平（不到5%增速）。需求方面，下游烯烃装置开工存疑，只有常州装置重启和康奈尔比较确定，但重启也需要甲醇降价才会有。烯烃装置投产放缓，再加上进口量减量确定。从外卖型甲醇开工来看，7、8月国内供应量稍有过剩一点，但到8、9月份随着装置出问题和夏季检修，以及国外装置不停检修和东南亚进入11月检修周期，对四季度行情还是可期的。因此目前对甲醇不必过分乐观也不必过分悲观。汇率提高也提升了甲醇进口成本，也是甲醇涨价的一个原因。年底行情还是可以期待的。预计7、8月走09回归行情，窄幅偏弱震荡，9月后或有大行情。

### 圆桌论坛

A: 从能化品来看，第一条链：原油-石脑油-PX-PTA；第二条链：煤-甲醇-烯烃-MTO；第三条链：丙烷脱氢。通过对PTA厂家走访，PTA利润好，大家热情高涨。短期行情看多没问题。隐患在于7月是累库周期，大行情可能不会马上走出来，但在蓄势。真正的行情可能要在8、9月后。目前加工费维持在500-700，工厂意愿肯定是要走高的，但一旦走高看下游能否接受。

B: 整体来看今年下游旺季时间非常久，到现在下游仍非常好，包括现金流情况和利润传导。整个化纤产业链已经形成。化学纤维对天然纤维的替代不可改变，化学纤维（尤其涤纶）来源不可改变，因此只要有需求存在，总是会回到价格上来。市场已经没有定价权了。流通库存决定价格，但市场现在没有流通库存。价格拉升后基差短暂回到60-70，但今天基差已经回到85-90，说明完全没有议价权。在大家都认为加工费合理的情况下，加工费可能是不合理的。而产业链中上下游都需要利润。

C: PTA工厂是缺货的，7月份累库并不会太高。作为现货贸易商，还是看好PTA后市的。

D: PTA基本面没什么问题，现在的价格是合理的。PTA成本上移，仓单现在也去的比较快。有1000万吨产能要在下半年检修。现货加工费达到900-1000位置，供应会不会后移，去库速度会不会比预想的慢也是之后要考虑的问题。需求端。贸易战短期影响不大，长期来看如果贸易战关税上升到2000亿那是包括纺织品的。在这种情况下，对于往上做（超过合理区间）的风险还是存在的。目前聚酯开工95%，如果之后不往上走出现问题，对于PTA价格上升还是有压力的。

E: 甲醇盘面一直贴水，现在是现货最差的时候，逐渐结构变为升水。贴水格局最大的影响在于对做期现非标反套的不友好。跌破2700是越跌越买的格局，安全边际还是比较高的。现阶段7月供需好于6月，短期内可能西北涨价100-150元，但成交很差，库存或再累一下，短期内还没有到趋势上涨的时候。09合约大概率在2700-2900区间震荡。今年季节性累库存比往年弱很多，现在就50万吨，8月或达70万吨，若冬天再出现天然气问题，对01合约长期看好。能化里最看好PP和甲醇。

F: 甲醇01合约能否那么好有疑惑，今年天然气产量和进口较多，冬季天然气减量会不会不那么紧缺。对于01合约谨慎乐观，可能会有不能兑现的预期差行情出现。PTA还是偏强格局，是由需求向上传导比较顺畅，而且目前没有看到累库的迹象。终端聚酯织造这块还有不少产能要投放。在原油偏利好的情况下，PTA下半年行情比较值得期待。PX下半年供需改善明显，目前的PTA虚高的加工费有水分，PTA是较好的多头配。沥青的不确定性在于需求。沥青的需求还是以“五年规划”去做的。16、17年都受到环保影响导致工程计划兑现程度不高。从历史数据来看，“五年计划”没有完不成的。可能把16、17年部分需求集中至18、19年来完成。沥青的需求或在18年值得期待，包括下半年也会迎来季节性旺季。委内瑞拉原油产量持续减少，下半年或仍有减量，而其他替代油种收率、经济性都不如马瑞油。沥青也是一个多头配品种。聚烯烃短期企稳是由于化工情绪和外汇引发的，中期装置开工，外盘投产，聚烯烃压力没改。7、8月如果看到需求旺季备货的反弹，依然可以做一个空头配。

G: 沥青的爆发性在于需求，L在涨更多在于汇率影响，它的矛盾在于国外供应，价格涨上去可能进口又会增多。现在担心贸易战引起汇率波动风险，导致贸易商是否愿意过多接外盘的货，这可能影响到货的节奏。PP最大的问题是需求，下游膜厂停了很多。从贸易战角度来看最看空PP和L，贸易战首先影响最大的是电子产品，包括其包装。PVC整年度看是健康的品种，愿意做多配。但一个问题是短期原油和汇率波动超过了基本面的影响。PVC和原油波动关联不强，但是和基建相关，像黑色，所以需要找平稳的机会去做多头配。甲醇被夹死了，向上太多如果西北没利润，它就外卖甲醇了，在可以检修情况下价格就被按下来了。而如果向下太多，现在成本端动力煤很强，库存低，外盘

更强。向下的空间也不大。所以甲醇的空间越来越窄，所以可能在冬天才会有大的行情。

H: 股票和商品基本面还是有关系的。这几年 PTA 产业链景气度还是比较好，相关的公司表现还是不错的。PTA 产业链上市公司中长期都还是有较大的投资机会。PTA 在 19 年上半年前还是比较看好的，PX19 年盈利可能下降，但幅度不会大。产业链中 PTA 弹性大一些，例如恒力和桐昆。对油价还是持乐观态度，不确定因素就是伊朗对于全球原油量的影响。原油走高上游企业受益，比如三桶油(特别是中石化)，以及一些油气企业。油服板块今年还是没什么业绩的。煤化工可以考虑做煤制甲醇和煤制乙二醇的股票。

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“东兴期货研发中心”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。