

能源化工组

电话: 0571-85058093
邮编: 310000
地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

观点摘要:

相关报告

PTA7 月月报——
成本端和需求共振，供应压力打压暂缓

乙二醇 6 月月报——
需求增量遇到宏观不确定性增加，预期调整

乙二醇 5 月月报——
需求改善有望奏响去库节拍

四季度 PTA 市场展望—— 暂时性驱动不足，寻找高安全边际

回顾今年 PTA 行情走势，可知是在疫情背景下，春节回来盘面发生持续性大幅下跌，先后分别是 2 月初和 3 月初国内疫情和国外疫情恐慌之际，各自迎来 2 个跌停板，并持续跌至 3 月 31 日，最低收 3118 元/吨。国内外商品和股市的暴跌，油价在 4.21 事件当中，创下历史性的负油价，对整个化工和 PTA 来说，带来巨震效果。3 月份国内复工推迟、4 月份国外复工延缓影响，下游需求以聚酯和纺服出口需求受到较强重创，国内聚酯工厂节后开工不但没有恢复，而是继续同环比下滑，需求和贸易的短停滞影响，产业链高供应、高库存压力下，期现整体大幅回调，现货最低至 3000 元/吨以下位置，市场情绪受到较大悲观影响。

疫情后的复工价格迎来修复，PTA 的波动和向上价格修复均相对偏弱，主要原因在于低油价的上半年，PTA 加工费维持较好利润空间，使得上游生产企业检修意愿减弱，并对未来供应投产的预期，纷纷将检修延迟，反过来形成较强的供应端。此外随着 PX 的高度进口依赖度降低，PX 裂解价差持续缩窄，给予 PTA 现金流更多空间，成本端可压缩空间增大。最重要的原因在于今年出口需求订单方面受到较大影响，一定的通胀背景和疫情内外需拖累的情况下，国内价格优势不明显，聚酯工厂的对原料在跌价备货中受到较大伤害，工厂承压较多，主动备货到主动去库造成一定现金流亏损，织造端的改善暂时未能较大提振聚酯工厂活力。

展望四季度，我们认为宏观的不确定性仍然较多，当然宏观从来不会有很好的确定性。四季度美国总统大选和疫情下，国内外经济政策都会有变化，疫情较不可控的时候，政府调控政策就会相应增加，二者会在一定平衡当中，谨防较大变量产生。PTA 或将比乙二醇空间更好，需要前提关键是对需求进行观测。

一、行情回顾：内外需缩量，期现重心大幅回调

2020 年春节假期，疫情局部地区爆增，市场于恐慌之中节后开盘以来，化工品受到国内疫情、海外疫情和原油价格战的影响，先后探底。一方面油价短期波动性较大，另一方面成本端进入“低油价时代”，使得化工对油价的敏感性增加。从源头上看化工品对油价敏感性高低，依次为油系家族、芳烃家族及烯烃家族。油系和芳烃受油价的作用大于自身基本面。PTA 除了要解决产业链高库存，还要面临宏观风险，复工后下游需求明显支撑不足，以聚酯工厂为例，往年节后归来开工提升几个百分点，而今年则是继续下降，随着 3 月底物流运输方面的通畅度改善，各地政府催紧企业开工的节奏起来，下游环节的开工才不致停滞不前，有所提升。

疫情阶段，PTA 最低打至 3118 元/吨，环比节前下跌了 1678 元/吨（-35%），创下上市以来历史性新低。化工在 3 月底破历史低位行情后，4 月都是化工回暖上涨趋势行情，PTA 在其中表现中低位水平。进入 5 月和 6 月基本就是震荡调整期，基本面矛盾不突出，绝对价格估值偏低和供需偏弱的主要矛盾相互博弈的结果，行情整体窄幅整理。整个疫情阶段和后疫情时代，我们看到 PTA 的波动较往年大幅收窄，复工后的价格修复，也比较温和，主要原因在于产业压力下套保盘持续增量，部分锁死的现货，在 9 月集中注销后现货受到较大压力，并且在订单恢复期，PTA 供应端持续高位，检修相对减少，经历了油价大涨大跌，PTA 的趋势性比较不明显，市场热度也因此减少，并在 9 月旺季之时，再遇聚酯工厂瓶片为代表的减产行动，行情持续下跌。截至报告期内 9 月 28 日，PTA 主力收 3460 元/吨，环比 8 月末下跌 288 元/吨（-7.68%）。

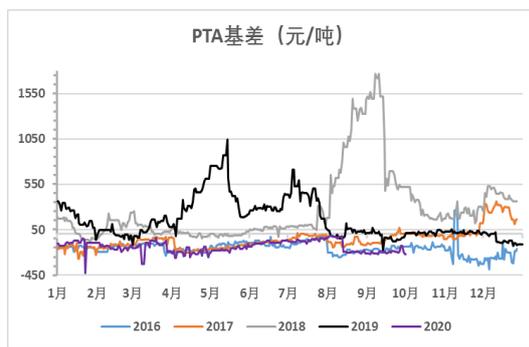
总结一下 PTA 出现以上弱势情形，主要源于三点，首先是疫情背景下，下游复工的延迟，出口需求订单减少，增加了节后产业链库存压力。其次是低油价下，PTA 加工费维持尚可，大部分生产企业有利可图，检修意愿减弱，进一步增强了供应端压力。最后一点就是 PX 和 PTA 均处投产周期中，PX 给予了 PTA 更大的现金流空间，通过成本端减弱加剧了供需矛盾。

图 1. PTA 收盘价 (元/吨)



数据来源: wind 资讯、新世纪期货

图 2. PTA 基差变化 (元/吨)



数据来源: wind 资讯、新世纪期货

二、比价和利润：加工费温和收窄，今年以来 PTA 生产企业利润尚可

PTA 自 3 月份供应量最大，加工费打到 460 元/吨左右后，开始企稳走高，并在疫情背景低油价下，PTA 现金流维持相对较好位置，较投产周期预期较好，上半年维持在 600 元/吨以上，9 月份稍有走低至 540 元/吨。也因为此，PTA 社会库存是去年的近 3 倍值，在 9 月份仓单没有流出前，现货压力其实还好，只是比去年增加了 40 万吨左右的流通货。

对于聚酯方面，企业利润出现较大分化，主要表现是长丝价格收益接近平衡，瓶片今年最差，也只是现金流压缩的过程，短纤最好。整体是处于一个产业链现金流压缩的过程。

三、供需：终端压力缓解，聚酯压力增加，原料供应增速大于需求增速

目前 PTA 总产能 6000 万吨左右，6-10 月国内确定投放 470 万吨 PTA 新产能，相当于 2019 年国内 PTA 有效产能的 9.7%。9 月 PTA 期货交割后大量期货仓单流向市场，期货仓单及有效预报仓单折算 PTA 库存最高到 117.5 万吨，PTA 供应压力较大。而终端纺织市场整体不旺，织机整体开工处于近 7 年同期低位、盛泽地区坯布库存处于历史高点，公共卫生事件持续利空纺织服装品出口市场。

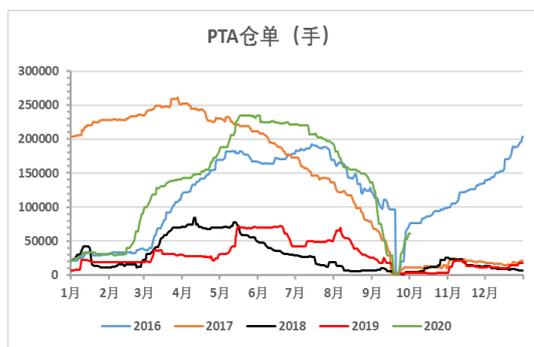
对于 PTA 自 2012 年后三波投产，主要分为 12 年以前，主要是老技术，装置在 90 万吨以下，属于高成本、低技术，产能 90 万吨左右。其次是 2012 年至 2017 年投产，技术优化装置进入单线 120~370 万吨，主要是民营大炼化的兴起，也是目前主流工厂，现金流成本参考 460~500 元/吨，可作为 PTA 加工费标定去

新世纪期货乙二醇月报

看。最新一波是 2018 年桐昆新风鸣等采用新一代技术，解决了工业改进后装置放大化，满足了 PTA 原料 PX 的需求，现金流因此最低可达 300 元/吨以内。

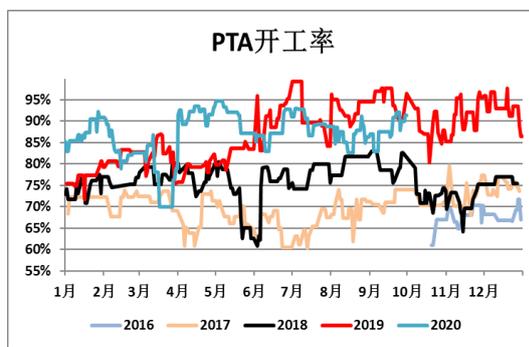
8 月 PTA 进入集中检修，累计检修产能总计 1516.5 万吨（检修产能 1202.5 万吨，长停产能 314 万吨），主要为嘉兴石化、福海创、虹港石化、扬子石化、宁波台化以及洛阳石化等装置，导致 PTA 供应出现明显下滑。8 月下游需求继续改善，聚酯产量总计 478 万，PBT 产量 6.9 万吨，DOTP 产量 9.39 万吨，折合 PTA 消费量达到 421.2 万吨。截止到 8 月底，PTA 社会库存量在 385.42 万吨，较上期减少 5.30 万吨。本月 PTA 受三房巷 120 万吨、宁波台化 120 万、扬子石化 65 万吨、虹港石化 150 万吨等装置停车影响，供应出现缩减，月产量至 416.16 万吨。而下游聚酯月内多套前期减产、检修装置重启，如佳宝、兴邦、普拉斯等，且仪征化纤、恒科月内新装置投产，聚酯产出进一步上涨，月产量为 477.74 万吨，按 0.855 计算，折合对 PTA 需求量在 408.47 万吨，需求保持稳定。9 月份 PTA 供应维稳，而下游聚酯装置负荷波动不大，投产与重启并存，卓成、澄高装置存在重启计划，加之恒超、三维等装置存在投产预期，市场供应或小幅增加。综合来看，预计 9 月份 PTA 或呈现小幅累库。

图 3. PTA 仓单



数据来源：卓创资讯、新世纪期货

图 4. PTA 生产企业开工率 (%)

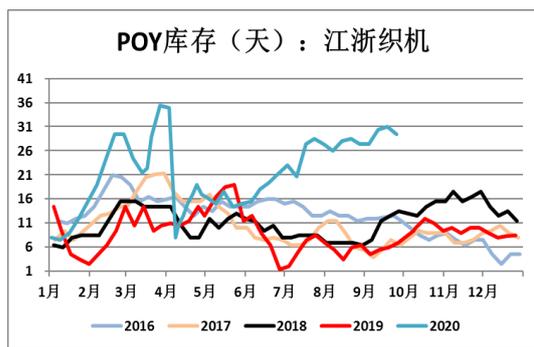


数据来源：卓创资讯、新世纪期货

聚酯端开工率上行的贡献点在于短纤，江苏几个大厂负荷提升带动直纺涤短整体负荷提升 10%至 86.2%，恢复至去年同期水，并在近期继续走好。大概率与其库存低于利润高有关。瓶片新增一套新装置重庆万凯 60 万吨装置，3 月 25 日 60 万吨顺利投产，目前已出有光，该装置为年内第二套投产的聚酯装置。从目前来看短纤和瓶片的需求强于长丝，负荷可以维持，长丝类听闻一些大厂有重新减产动作，受到库存压力与快速下跌的利润影响。

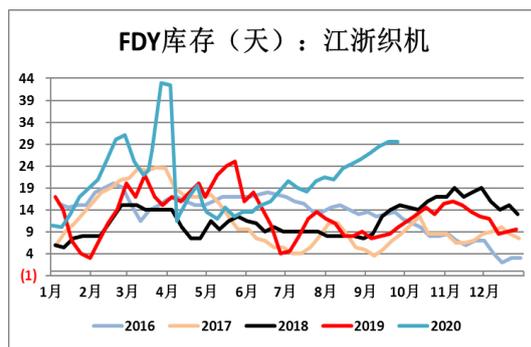
新世纪期货乙二醇月报

图 5. 聚酯 POY 成品库存



数据来源：卓创资讯、新世纪期货

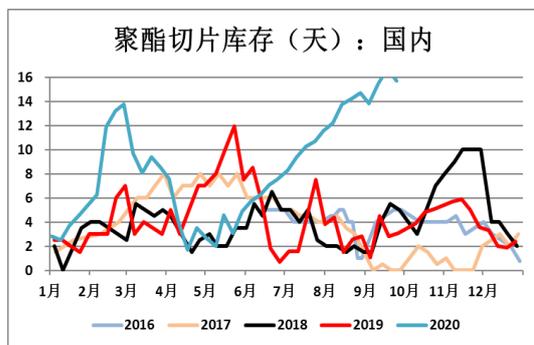
图 6. 聚酯 FDY 成品库存



数据来源：卓创资讯、新世纪期货

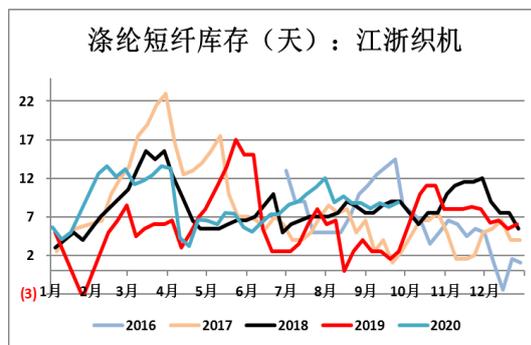
今年长丝类利润萎缩明显，这个与库存压力下销售思路转变有关，从前期不肯跌价被小厂顺利跑路，转向杀跌价格出货，从市场调研来看大单可商谈价格更低，有少量贸易商低价入场抄底，按照以往长丝抄底的逻辑：就是上游绝对价格与利润处于低位或者亏损，第二长丝止损处于亏损状态，那么短期看随着长丝价格进入亏损之后，我们需要关注一下在投机需求的出现可能性，当然在需求缺乏下的移库运动会带来产销率暴涨后陷入持续低迷，不过这种低估值下投机行为也不可小觑，投机需求往往领先于真实需求。给出 dtv 高的利润也可以延缓加弹机停机维持相对的开机率。

图 7. 聚酯切片成品库存



数据来源：卓创资讯、新世纪期货

图 8. 聚酯涤纶短纤成品库存



数据来源：卓创资讯、新世纪期货

如果说上游是成本端压力，那么 PTA 与下游的价差也可以认为是下游加工费情况又会是怎样一个情况？首先我们看到聚酯产业链到了涤纶和切片这端，它们是需要终端服装纺织来推动的，自从中美贸易争端开始，加上全球经济下行的周期里，或者说中美贸易战的也是经济衰退下的一个表现，国家自有支撑不足，需要寻求外部力量抵御风险。由于我国是主要的服装出口国家，贸易关税对聚酯终端的纺织服装冲击比较大，短期外贸看到，越南方面在此替代中国服装出口在全

新世纪期货乙二醇月报

球的地位比较突出，但是长期也要看到越南劳动力和中国劳动力的差距，且越南政府保护当地投资和当地劳动者利益时候会加重外国投资人或机构的负担，在一个成本和效益综合考虑的情况下，中国的出色劳动力仍会吸引投资力量。

四、行情展望：需求韧性走好后，空间会较大

渐进入旺季没有看到需求端持续向好的改善，供应端增量好于预期，聚酯方面在 9 月表现不佳，PTA 现货承压较多，下游因为一路下跌有补库，旺季采购原料需求减少，偏弱情绪里积极性减弱，因此市场仍在观望下游补库周期和对原料耐受性。目前终端纺织织造韧性较强，聚酯工厂的开工也只是温和下降，不可过度解读需求下降。上半年聚酯尤其是 2、3 月份的开工确实不及预期，同比去年分贝下降了 14%和 7%，直到 5 月份恢复到 90%开工。1~8 月聚酯产量同比增加 2.6%，而 PTA 同比增加 8%，供需弱势拉开，也造成了 PTA 弱势格局。

4 季度宏观面临较多不确定性，但是同样政府调控可期。因此从产业角度看 PTA，首先是绝对价格安全边际问题，其次是供需弱预期问题，前者是在驱动不足的情况下找到安全边际性高的方向。后者是寻找空间力量，目前供需驱动仍不明显，主要是供应到了一定高位，有减量预期，但是需求在旺季如此，10 月后需求的情况也比较不明朗，二者博弈使得 PTA 仍难寻趋势行情，如若出现信号，无谓是三种情形，第一种是最乐观，疫情顺利应对，美国大选尘埃落定，油价恢复到 50 美金上方，内外需积极恢复，PTA 上方空间被打开。第二种悲观，美国大选增加了国内出口需求困难，疫情应对不利，PTA 的底部空间寻找油价锚定的 +1500~1600 元/吨。第三种考虑中性情况，

五、策略建议

根据对 PTA 主要矛盾分析，当前旺季预期下，做空的动力是需求是伪逻辑，但是期货是预期和反预期（现实）反复交易出来的价格，虽然驱动上不是很强，但是从安全边际上来看，我们建议 PTA 跌幅至此，先大跌安全边际买入，再看需求的，没有改善的情况下，再去逢高空的胜算是比较高的。需要注意到下游聚酯和终端织造压力缓解后开工有所提升前提下，聚酯工厂订单呈现脉冲式，说明需求的持续性又在减弱，乙二醇和 PTA 强弱不会明显，在短期二者价差仍不会有大的行情，对于 PTA 来说向上空间受压制的预期仍较突出，主要是去库难度和高供应的现状。

新世纪期货乙二醇月报

风险点:

需求变量加大，装置变动增加，油价和宏观不确定性增加。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院(投资咨询)

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85058093

网址：<http://www.zjncf.com.cn>