

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

PTA 是再创辉煌，还是最后的疯狂？

报告摘要

6 月以来，PTA 走出“震荡筑底→企稳上涨”的态势。我们认为，来自成本、供需、宏观等方面的利多加码，是 PTA 走势反弹的驱动力，预计，新增偏空影响因素出现前，PTA 短期走势高位震荡。

随着利多逐渐被上涨走势所消化，后期 PTA 涨势能否延续值得怀疑。

1、终端需求环比改善同比承压，对聚酯的利好存疑。从季节性、中美贸易摩擦缓和看，下半年终端的订单都有环比回升的潜力。然而从同比的角度看，同比负增长意味着实际的需求规模是收缩的，在聚酯和 PTA 的产能不断扩大的情况下，终端的萎缩不利于原料价格上涨。

2、产业链上的产能扩张的不匹配。2019 年 PTA-聚酯尚属供需平衡，那么 2020 年开始，PTA-聚酯将再次步入过剩阶段。这也是 PTA 远期价格处于贴水格局的主要因素之一。

3、PTA 高加工费长期难持续。去年 PTA 加工费的攀升是来自供需偏紧的提振，但目前在 PTA 库存同比偏高、新增供应量预期释放的情况下，供需偏紧的程度并没有达到去年的程度。09 合约的高加工费突破历史高点显得基础不足。

操作建议：PTA 价格震荡重心上移，但追高需谨慎，可参考 PTA 加工费高点布局远期空单。

风险提示：原油价格大幅下挫，PX 供应量大幅增加，PTA 检修不兑现，聚酯需求回暖受阻（利空因素）。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

能源化工组

研究员：

胡佳鹏

021-60812977

hujiapeng@citicsf.com

从业资格号：F3039655

投资咨询号：Z0013196

许俐

0755-83212745

xuli@citicsf.com

从业资格号：F0271452

投资咨询号：Z0012283

桂晨曦

021-60812997

guichenxi@citicsf.com

从业资格号：F3023159

投资咨询号：Z0013632

李青

021-60812970

liqing@citicsf.com

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

联系人：

杨家明

021-80365287

yangjiaming@citicsf.com

从业资格号：F3046931

颜鑫

021-80365289

yanxin@citicsf.com

从业资格号：F3048534

石飞

021-60812955

shifei@citicsf.com

从业资格号：F3061043

目 录

报告摘要	1
一、短期利多集中释放	3
(一) 聚酯开工回升, 支撑了对 PTA 的刚性需求	3
(二) PTA 装置开停频繁, 导致 PTA 呈阶段性去库趋势	4
(三) 油价反弹影响偏多, 给 PTA 形成上涨基础。	6
二、上行压力在哪里?	7
(一) 终端需求环比改善同比承压, 对聚酯的利好存疑	7
(二) 后期 PTA 产能增速加快, 长期看与需求匹配或不足	9
(三) PTA 高加工费短期延续, 但长期难持续	10
三、总结	11
免责声明	12

图目录

图 1: 聚酯开工率重回高位	3
图 2: 聚酯品库存下降明显	3
图 3: 长丝产得到改善	4
图 4: 短纤产销回升明显	4
图 5: 江浙织机产业链负荷率出现回升	4
图 6: 盛泽织造喷水、喷气织机开机率尚佳	4
图 7: PTA 开工率或再度下降	5
图 8: PTA 与聚酯开工阶段性错配	5
图 9: PTA 阶段性累库趋势暂止	5
图 10: 6 月 PTA-聚酯呈小幅去库	5
图 11: PX 价格下跌明显	6
图 12: MX 价格相对坚挺	6
图 13: PX-石脑油加工费	6
图 14: PX-MX 加工费	6
图 15: 国内织造装置负荷率仍偏低	8
图 16: 坯布的库存依旧维持高位	8
图 17: 服装类零售额延续负增长	8
图 18: 服装及衣着附件出口额大幅下降	8
图 19: 聚酯原料价格与长丝利润	10
图 20: 聚酯原料价格与聚酯品利润	10
图 21: PTA 现货加工费处于偏高水平	11
图 22: PTA 盘面加工费再创新高	11
表 1: 国内 PTA 装置动态	5
表 2: 未来 PX 产能增长情况及预期	9
表 3: 未来 PTA 产能增长预期	9
表 4: 未来聚酯产能增长预期	9

一、短期利多集中释放

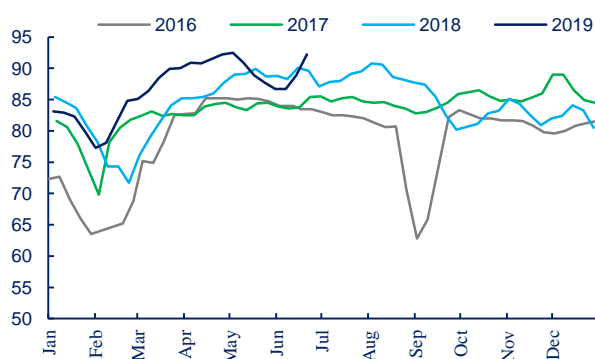
短期，来自聚酯环节需求的改善、PTA 供应去库、成本支撑的利好，中美贸易摩擦的缓解，令 PTA 短期走势呈现一波较强劲的上涨。这些利多支撑暂有余力。

(一) 聚酯开工回升，支撑了对 PTA 的刚性需求

6 月中旬后，聚酯负荷已连续两周回升，截止 6 月 21 日已达到 92.2% 的高位，结束了自 5 月初以来的下降趋势，这种变化显示聚酯环节的需求得到了显著的改善。影响聚酯开工的两大因素，是聚酯品库存和聚酯品利润，其中聚酯品库存是 5 月初以来聚酯开工下降的主要压力。从传导路径看，是“下游织造库存积压→织造开工下滑→对聚酯品采购减少→整体下游淡季表现提前→对 PTA 需求减少”。

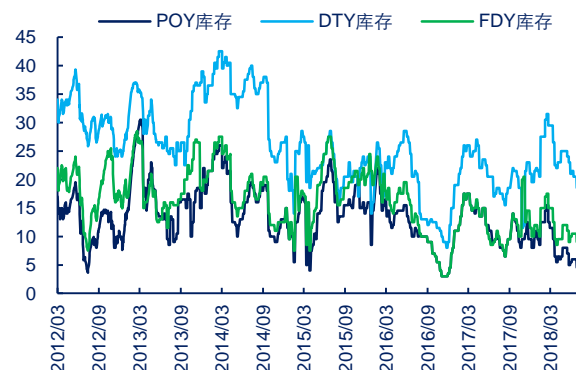
6 月中旬后主要的改善来自中间环节，即织造的被动补库带动聚酯品库存的下降，进而提振聚酯品开工的回升。5 月时，聚酯品库存偏高时，聚酯厂普遍采取降价促销的方式尽量消化库存，但在买涨不买跌的心态影响下，织造环节的采购基本以刚需采购为主，降价对聚酯品产销率的提振效果不太理想。反而 6 月后，聚酯品在低利润的情况下调涨了聚酯品价格，在买涨情绪的影响下，下游采购情绪提高，聚酯工厂在经过端午节前后的高产销后，聚酯品库存去化明显，并且随着聚酯价格的不断上调，下游被动补库的需求被激发出来。在这种情况下，聚酯品库存下降显著，数据显示目前库存水平分别为，POY1.5 天、DTY19 天、FDY3 天。而库存显著改善的情况下，聚酯工厂开工短期进一步下调的动力衰减，随着前期检修的中小装置重启，聚酯开工逐步提升，进而支撑了对 PTA 的刚性需求。

图 1：聚酯开工率重回高位 单位：%



数据来源：CCFEI 中信期货研究部

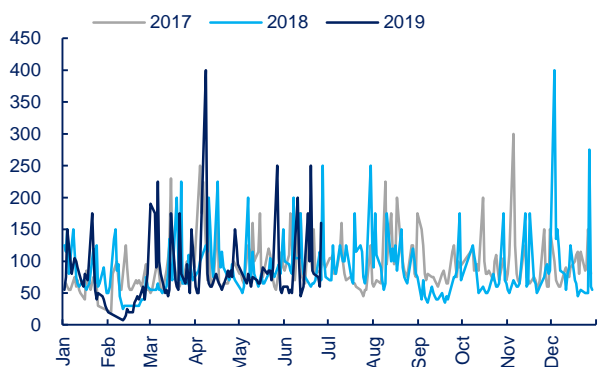
图 2：聚酯品库存下降明显 单位：天



数据来源：CCFEI 中信期货研究部

图 3: 长丝产得到改善

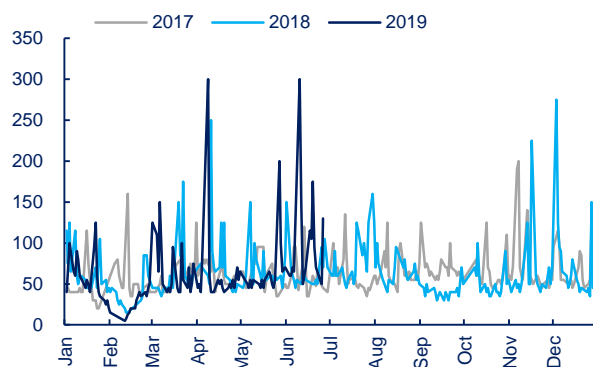
单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 4: 短纤产销回升明显

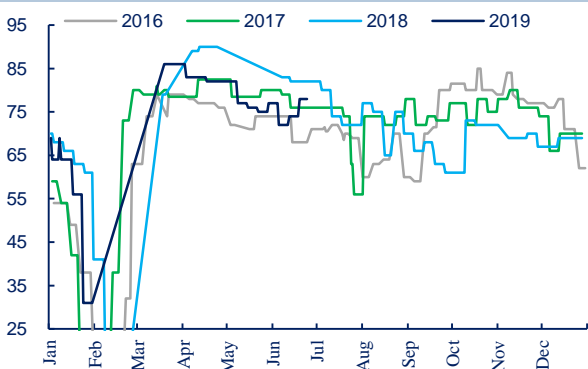
单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 5: 江浙织机产业链负荷率出现回升

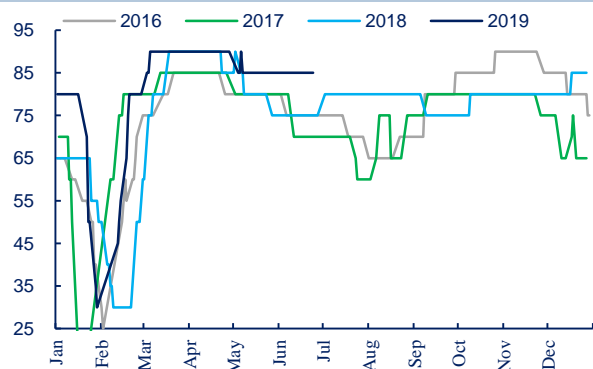
单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 6: 盛泽织造喷水、喷气织机开机率尚佳

单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

(二) PTA 装置开停频繁, 导致 PTA 呈阶段性去库趋势

聚酯环节的阶段性向好, 对应的是 PTA 供应的不稳定。从 PTA 与聚酯开工的分化走势看, 能够反映出供需错配的迹象, 而当需求先与供应回升时, 供需偏弱的预期就会在“PTA-聚酯”这个环节有所转向, 对聚酯原料价格构成利好。

具体来看, 6 月 PTA 检修涉及的产能在 990 万吨, 其中降负影响产能 227.5 万吨, 后期有 670 万吨装置计划检修。本周, 随着四川能投、蓬威石化装置的重启, 处于检修和降负的产能将降至 185 万吨, 受此影响, PTA 开工率自 6 月初出现明显下调, CCFEI 数据显示, 6 月 PTA 平均开工率最低降至 76.8%, 低于去年同期 78.8% 的开工率。随着装置的重启, 开工率也回升至目前的 82.8%, 预计本周 PTA 的开工率将进一步上升。不过 7 月初, 福海创 450 万吨装置的检修若如期进行, 将令 PTA 的开工率再度回落。尽管下半年 PTA 新装置投产令产能基数的上调 100 万吨, 但开工率的下降, 仍对阶段性供应起到缓解作用。

表 1: 国内 PTA 装置动态

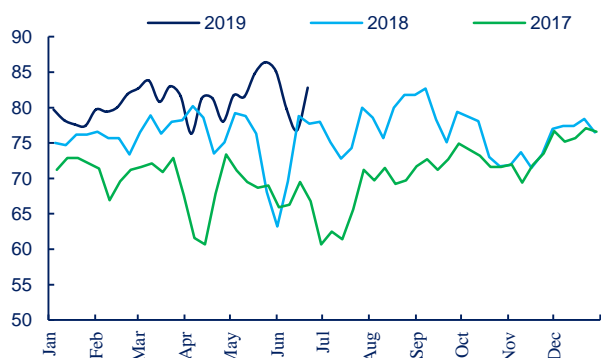
单位: 万吨

装置	产能	检修停车时间	开车时间	备注
河南洛化	32.5	4 月 20 日		计划 7 月上旬重启
上海石化	40	5 月 24 日		检修 1 个月
汉邦石化	220	6 月 4 日	6 月 7 日	目前仍有半条线开工不稳定
华彬石化	140	6 月 5 日	6 月 20 日	6 月 14 日负荷 5 成, 20 日全线重启
川化能投	100	6 月 5 日		计划 6 月 27 日晚间投料
逸盛大连 1#	225	6 月 12 日		减负荷 50%运行
仪征化纤	65	6 月 14 日	6 月 17 日	重启
亚东石化	80	6 月 17 日	6 月 19 日	重启
蓬威石化	90	6 月 25 日	6 月 27 日	6 月 14 日负荷 5 成, 现满产
福化(原翔鹭)	450	7 月 3 日		计划检修 20 天
新凤鸣	220	2019 年 9 月中上旬		计划投产

资料来源: 中纤网 隆众石化 中信期货研究部

图 7: PTA 开工率或再度下降

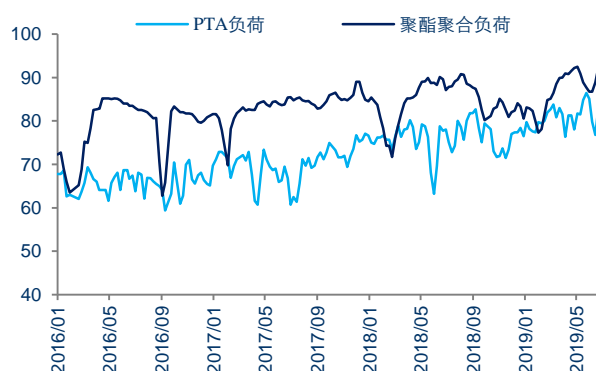
单位: %



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图 8: PTA 与聚酯开工阶段性错配

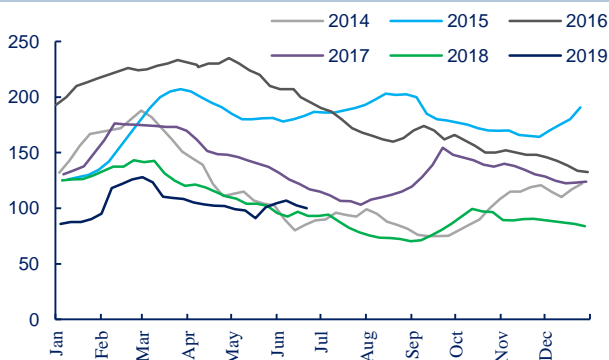
单位: %



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图 9: PTA 阶段性累库趋势暂止

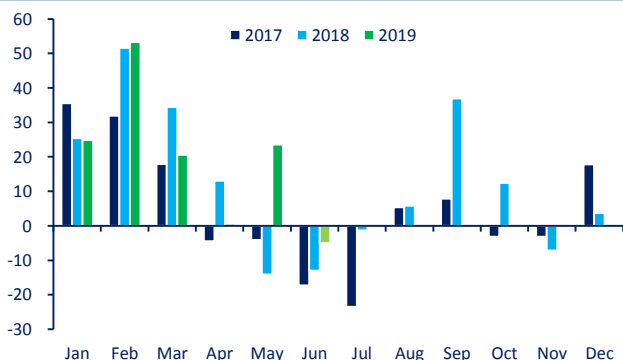
单位: 万吨



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

图 10: 6 月 PTA-聚酯呈小幅去库

单位: 万吨



数据来源: CCFEI 中信期货研究部

需求的回升而供应的减量, 令 PTA-聚酯这个缓解的供需由偏宽松转为偏紧, 这也带动了 PTA 库存的去化, CCFEI 数据显示, 6 月初 PTA 库存在 106.9 万吨,

高于 2018 年同期水平；6 月 21 日，库存降至 100.1 万吨，虽然同比仍略偏高，但环比呈去化迹象。而 PTA-聚酯的供需，6 月也将呈现小幅去库的状态，1-5 月的累库趋势将出现扭转。若聚酯高开工和 PTA 多检修的状态持续，预计 7 月，PTA-聚酯的供需仍有望延续去库状态。

(三) 油价反弹影响偏多，给 PTA 形成上涨基础。

成本端对 PTA 的影响在二季度表现为“前空后多”，“前空”的表现有分两步。

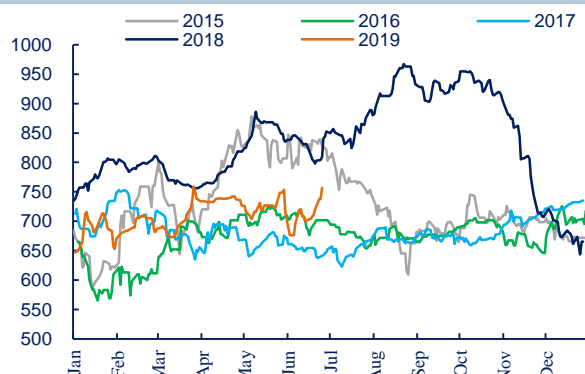
第一步，4 月以来由于 PX 价格在恒力石化大炼化装置投产的冲击下，出现了显著下跌，从 1100 美元/吨一路跌至 800-900 美元/吨附近，同时，PX-石脑油和 PX-MX 的加工价差也呈现大幅压缩，而在价差压缩初期，石脑油和 MX 的价格相对维持坚挺，显示，PX 价格的下跌主要是受自身供需偏空预期的影响，而非受原料价格下跌的拖累。受此影响，PTA 价格也随之下跌，但下跌的驱动来自成本的坍塌，这表现为 PTA 价格下跌，但 PTA 加工费却不降反升。

图 11: PX 价格下跌明显 单位: 美元/吨



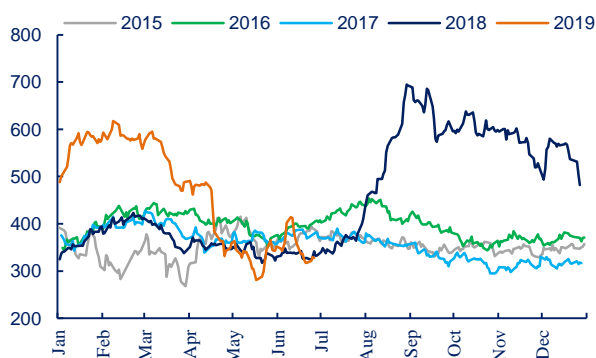
数据来源: Wind 中信期货研究部

图 12: MX 价格相对坚挺 单位: 美元/吨



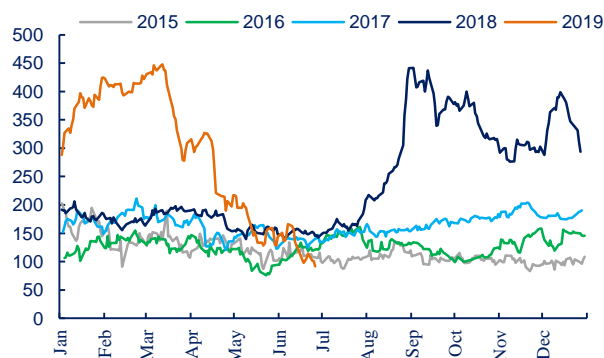
数据来源: Wind 中信期货研究部

图 13: PX-石脑油加工费 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 14: PX-MX 加工费 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 中信期货研究部

第二步，5月中下旬受原油价格的下挫，PX和PTA跌势加深。PX在加工费压缩至偏低水平后，对原油价格的敏感度上升，加上自身的供需格局，表现为易跌难涨。PTA则叠加了下游淡季提前的影响，在原油价格的拖累下，PTA环节的加工费出现压缩，这驱动了PTA的第二轮下跌。

6月中旬后成端转为“偏多”影响。原油价格在50-55美元区间震荡了一段时间，利多集中出现提振了油价上涨信心。即宏观压力暂缓，金融利空暂缓，地缘溢价上行，供需先弱后强。中美双方达成共识 G20 峰会上举行两国元首会谈，若 G20 会谈能达成一定程度休战协议，或有助于缓解市场过度悲观预期。而原油反弹，令国内化工品在整体氛围好转下也突破前期低位震荡区间。受此影响，PX和PTA价格均出现了止跌。但不同的是，由于二者供需格局的差异，导致在原油相同的提振下，PTA的涨幅要大于PX的涨幅，表现在PTA加工费的修复要明显强于PX。说明，PTA的上行不仅有成本端的支撑，更多的是由于其阶段性供需格局改善的助力。

综上所述，6月中旬之后PTA的上行是多种利多集中释放所致，加上中美贸易摩擦在此阶段释放了一些缓和的迹象，令下游一致的偏空心态出现了分化。出现了偏乐观的预期，也是在这种市场预期的转变下，PTA走演绎了一波强势上涨。

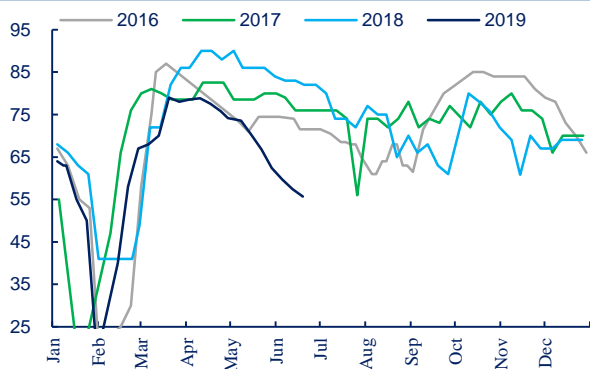
二、上行压力在哪里？

然而，随着利多逐渐被上涨走势所消化，后期PTA涨势能否延续，也需要成本、供需、宏观环境的共同配合。然而，后期这些利多的差异化表现或许将制约PTA走势的高度。

（一）终端需求环比改善同比承压，对聚酯的利好存疑

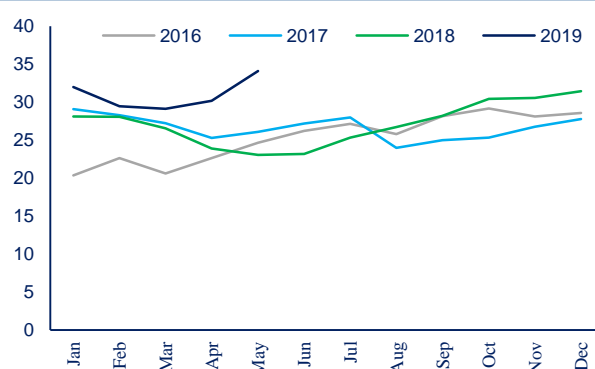
未来1-2个月，将是PTA供需由淡转旺的阶段。目前，聚酯的开工回升，但由于终端织造环节并未真正回暖，国内织造装置的整体负荷依旧偏低而坯布的库存仍处于历史高位。因此，终端被动补库带来的需求能否持续，仍需要更多实质性改善。被动补库动力衰减后，库存很可能将再度累积，进而威胁聚酯的产销表现。不过，今年的淡季体现，旺季是否也提前，值得关注。

图 15: 国内织造装置负荷率仍偏低 单位: %



数据来源: Wind 中信期货研究部

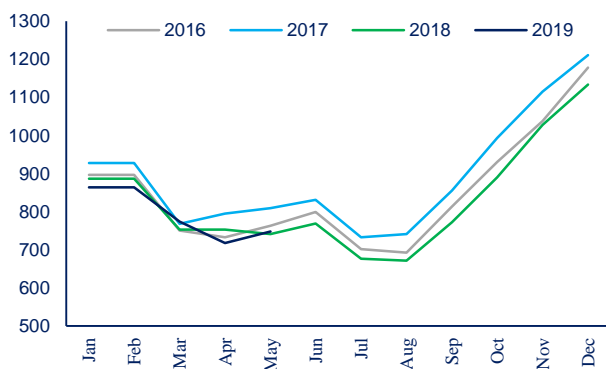
图 16: 坯布的库存依旧维持高位 单位: 天



数据来源: Wind 中信期货研究部

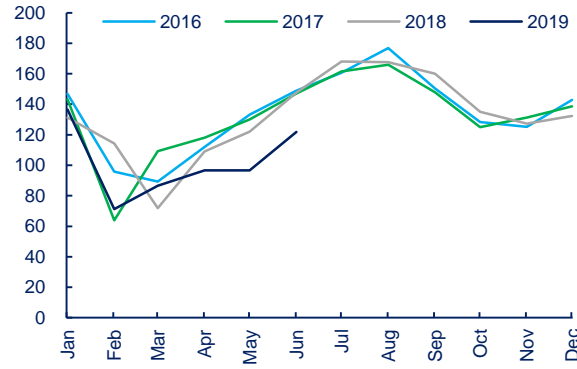
此外, PTA 作为服装行业的一环, 若中美贸易未能有向好进展, 服装的出口的压力将往上传导。可以跟踪棉花与 PTA 走势的同步性表现, 一定程度都反应了对服装行业前景的预期心态的表现。而中美贸易摩擦则是重要的影响因素。但就目前的情况看, 1-5 月的服装出口和国内消费均维持负增长, 其中出口的形势相对更差一些。分析原因, 很可能是由于中美加增关税的形势给服装的出口带来较大的不确定性, 导致一些订单被延后, 以等待关税形势明朗后, 买卖双方就关税成本进行分摊商谈。在东南亚地区短期内难以承接国内大部分的产能转移前, 纺织服装订单还是会大部分集中在中国地区。

图 17: 服装类零售额延续负增长 单位: 亿元



数据来源: Wind 中信期货研究部

图 18: 服装及衣着附件出口额大幅下降 单位: 亿美元



数据来源: Wind 中信期货研究部

因此, 不管是从季节性还是中美贸易摩擦缓和的角度看, 下半年终端的订单都有环比回升的潜力。这也是市场一些观点对后市需求转乐观的原因。然而从同比的角度看, 同比负增长意味着实际的需求规模是收缩的, 在聚酯和 PTA 的产能不断扩大的情况下, 终端的萎缩是不利于原料价格上涨的。这也是聚酯产业链面临的长期压力来源。

(二) 后期 PTA 产能增速加快，长期看与需求匹配或不足

从 PX-PTA-聚酯这条链看，2019 年，PX 的产能首先扩张，带来的是 PX 价格和加工费的快速下挫。预计在 PX 产能不断投产的预期下，PX 价格易跌难涨。下半年，PTA 产能将进入扩张期，预计对 PTA 价格和加工费将是一个打压。并且未来两年，PTA 的产能增速将大幅超过聚酯的产能增长，如果说 2019 年 PTA-聚酯尚属供需平衡，那么 2020 年开始，PTA-聚酯将再次步入过剩阶段。这也是 PTA 远期价格处于贴水格局的主要因素之一。

表2：未来PX产能增长情况及预期

单位：万吨

工厂	产能	计划投产时间
中化弘润(潍坊)	60	已建成，计划 2019 年 7 月
海南炼化 2 期	100	计划 2019 年 6 月投料，9 月出产品
辽阳石化	23	计划 6-7 月检修并将产能扩大到 100 万吨
东营威联化学	100	计划 2019 年下半年
恒逸文莱	150	计划 2019 年三四季度逐步开车
合计	1043	

资料来源：隆众石化网 中信期货研究部

表3：未来PTA产能增长预期

单位：万吨

工厂	产能	计划投产时间
恒力石化(大连)	250	2019 年底
逸盛石化(宁波)	330	2020 年(中金石化 1#)
福建百宏	250	2020 年 8 月
虹港二期(连云港)	220	2020 年
中泰化学(新疆)	120	2020 年
宁波台化	300	2020 年
合计	1470	

资料来源：隆众石化网 中信期货研究部

表4：未来聚酯产能增长预期

单位：万吨

工厂	产能	计划投产时间
恒逸逸枫(长丝)	20	2020 年
逸盛大连(瓶片)	40	2020 年
逸盛海南(瓶片)	50	2020 年
恒逸逸鹏(长丝)	25	2020 年
恒力化纤(长丝)	100	2020 年后

荣盛化纤（长丝）	50	2020 年后
盛虹国望（长丝）	25	2020 年后
恒逸逸凯（长丝）	75	2020 年后
合计	385	

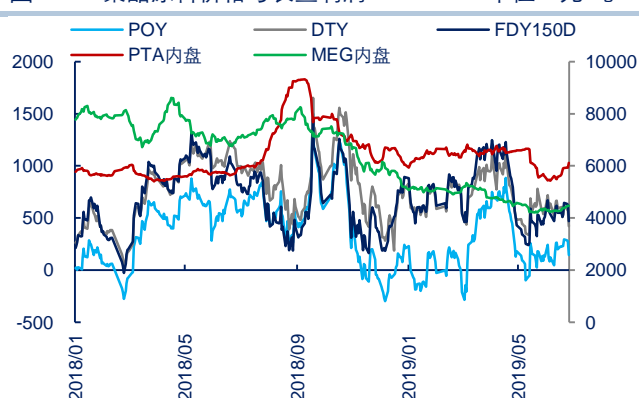
资料来源：隆众石化网 中信期货研究部

（三）PTA 高加工费短期延续，但长期难持续

随着此轮 PTA 价格的上涨，目前 PTA 现货仍有 1800 元/吨左右加工费，接近历史告诉；而 PTA 主力盘面加工费在 1400 元/吨以上，已创新高。短期，PTA 高加工费有支撑基础，这主要是产业链利润的分配尚未到必须调整的地步。一般来说，当聚酯品自身利润出现普遍压缩，原料价格双双偏高的情况下，若聚酯无法往下游转嫁成本，将往上拖累原料价格。对比以往 PTA、乙二醇价格与聚酯品利润的走势表现便可发现这样的规律。

从目前的情况看，PTA 的加工费处于高位，但聚酯品的利润并没有被普遍压缩，只是除长丝外的其他品种利润偏低，如瓶片、短纤。但占比重较大的长丝品利润和库存短期不会对聚酯开工形成拖累，也就是能够维持对 PTA 的刚性需求。此外，目前 PTA 和乙二醇的绝对价格较 2018 年 9 月前后是偏低的，特别是乙二醇的低价，并且，乙二醇价格在供应压力的影响下，也是易跌难涨。这对聚酯企业来说是有利的，让聚酯企业对 PTA 价格上涨的容忍度相对提高。

图 19：聚酯原料价格与长丝利润 单位：元/吨



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 20：聚酯原料价格与聚酯品利润 单位：元/吨

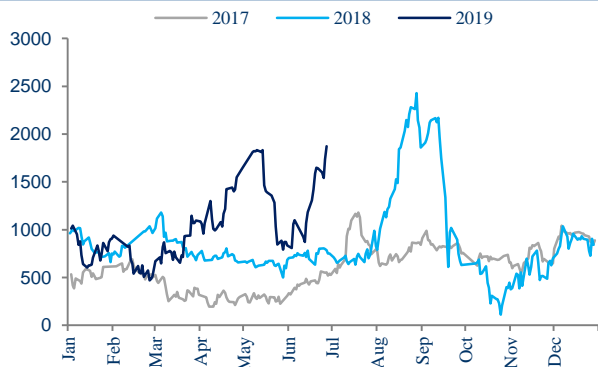


数据来源：Wind 中信期货研究部

但对比去年 PTA 加工费走高的基础看，去年 PTA 加工费的攀升是来自供需偏紧的提振，但目前供需偏紧的程度并没有达到去年的程度。一方面，目前 100 万吨的 PTA 库存略高于去年同期，且高于去年 8 月底 9 月初 70 万吨的库存水平。一定程度反映现货偏紧的程度相对有限，这制约着目前 PTA 现货加工费暂未超过去年高点。另一方面，去年 PTA 无新产能释放，而今年 9 月左右新凤鸣装置计划

投产，即便是有检修，但新增供应还是能够弥补一定的缺口，因此目前 09 合约的高加工费突破历史高点显得有些基础不足。因此，长期看，PTA 高加工费面临调整的可能。

图 21： PTA 现货加工费处于偏高水平 单位：元/吨



数据来源：Wind 中信期货研究部

图 22： PTA 盘面加工费再创新高 单位：元/吨



数据来源：Wind 中信期货研究部

三、总结

短期内的偏多因素对 PTA 走势的支撑仍有余力，特别是聚酯开工的回升支撑了 PTA 的同时，刚性需求，而 PTA 装置短期意外停车频现，导致 PTA 有阶段性去库的趋势。同时，油价的偏多影响，PTA 短期有成本支撑。预计，新增偏空影响因素出现前，PTA 短期走势高位震荡。

但中长期看，供需格局的转弱预期，以及中美贸易对服装行业的不确定性影响，仍是 PTA 走势的压力来源。

在绝对价格不好判断的情况下，选择短期做空加工费或是次优选择。市场利空风险则在于，原油价格大幅下挫，PX、PTA 供应量大增，聚酯开工降至 85% 下方。

免责声明

除非另有说明, 本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权, 任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明, 此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议, 且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠, 但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。中信期货有限公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信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。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议, 且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址: 深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场 (二期) 北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编: 518048

电话: 400-990-8826

传真: (0755)83241191

网址: <http://www.citicsf.com>