

## PTA：把握阶段性做多机会

2020-12-4

能化策略组

高级研究员：

李婉莹

从业资格证号：F3032043

投资咨询证号：Z0014314

电话：021-68757827

邮箱：liwy@qh168.com.cn

相关研究报告

### ◎投资要点：

◆**成本端**，OPEC 会议靴子落地，市场对结果反应积极，同时油市基本面持续修复，油价预计短期偏强运行。结合当前较低的 PX 加工差以及 TA 的新增产能释放，预计 2021 年三季度前 PX-石脑油价差有望修复至 200-250 美金/吨的水平，从估值的角度，来自上游的支撑将助推 TA 价格阶段性走强。

◆**需求端**，客观而言目前聚酯产业链旺季逐步过去，但从数据看我们认为聚酯—终端的开工在月底前仍能够继续维持，实际走弱趋势或在 1 月后更加明显。整体纺服下游市场伴随宏观氛围转暖向好发展，需求端仍存韧性。

◆**市场目前对于 PTA 的价格判断焦点主要集中在低估值与大投产**。如果按照明年油价 55 美金的均值计算，当前 PTA 估值偏低。从盘面逻辑上讲，05 成为主力合约。近两日，我们看到 3500 附近流入 05 合约的资金明显增多，持仓量大幅升高。相对的 01 和 05 资金流动方向相反，而近月合约的高升水或限制 01 涨幅。因此我们认为 05 合约更加具备阶段性的做多价值。短期来看做多的安全边际高于做空。

◆**策略综述**：12 月份市场仍旧对于疫苗等消息存在较为乐观的预期，同时油市供需情况持续修复，成本偏强，且下游需求暂未大面积恶化，PTA 价格相对低估。综合考虑基本面及资金流向，05 合约具备阶段性做多空间，建议等待机会，3500 附近布局多单，目标 3800，具体入场时点等待提示。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

## 正文目录

1. 策略综述 .....	3
2. 逻辑分析 .....	3
2.1. OPEC 会议靴子落地，成本存在支撑 .....	3
2.2. 下游需求暂未大幅恶化 .....	4
2.3 PTA 估值偏低，具备阶段性做多价值 .....	5
3. 策略总结 .....	6

## 图表目录

图 1 C01 - C0 6 .....	4
图 2 PX-石脑油价差：美元/吨 .....	4
图 3 下游库存情况：天 .....	5
图 4 终端开工负荷：百分比 .....	5
表 1 不同情景下的聚酯产品价格预估 .....	6

## 1.策略综述

“大投产”与疫情的双重压力使得TA价格长期以来偏弱运行。近期，伴随疫苗等宏观利好消息以及油价走强，从基本面及估值角度我们认为TA05或存在阶段性的做多机会。

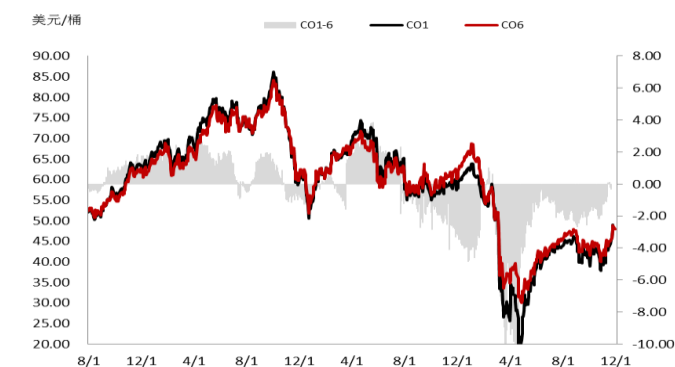
## 2.逻辑分析

### 2.1. OPEC会议靴子落地，成本存在支撑

市场关注的OPEC会议落下帷幕，会议要点如下：1、自2021年1月开始，成员国决定自愿将减产数目自770万桶/日调整至720万桶/日，即增产50万桶/日；2、从2021年1月起每月召开欧佩克和非欧佩克部长级会议，以评估市场状况，并决定下个月的进一步调整产量，每月调整不超过50万桶/日；3、补偿减产期限延长至2021年3月底，以确保所有参与国对过量生产的石油给予充分补偿。从盘面表现上看，我们认为市场对于此消息反应较为积极。尽管在油价上行至45美金/桶后，OPEC内部存在矛盾，但至少在明年一季度结束之前，该组织的减产大方向不会改变。对沙特来说，减产是维持其油市话语权的重要手段，另外，一旦沙特等国退出减产，预计会引发整个联盟瓦解，考虑到需求端缓慢的恢复速度，届时油价将迅速回落，这也是产油国所不愿意看到的。从远期结构上讲，Brent与WTI的contango格局已接近修复至backwation，根据当前的去库速度，预计理想条件下，2021年2季度全球油市有望实现供需平衡，因此对于近期油价我们依旧保持谨慎乐观看待。

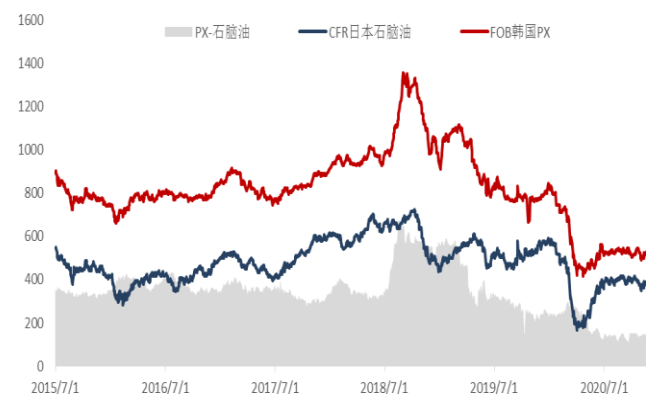
PTA的直接上游PX方面，需要重点关注PX-石脑油价差。2020年在新冠疫情以及行业不同环节产能扩张的共同作用下，上游利润大体呈现压缩趋势，PX-石脑油价差目前仍旧保持150美金/吨以下的低位运行。实际上，从石化产业链逻辑上看，2020年由于汽柴油等成品油利润偏低引发的炼厂开工下滑导致石脑油供应偏紧价格走强，而烯烃端则呈现出较为良好的消费表现，因此支撑了石脑油需求，而重整受到裂解负荷的带动使得PX处于高供应状态，因此PX-石脑油价差走弱。后续来看，我们认为结合当前较低的PX加工差以及TA的新增产能释放，预计2021年三季度前PX-石脑油价差有望修复至200-250美金/吨的水平，从估值的角度，来自上游的支撑将助推TA价格阶段性走强。

图 1 C01 - C0 6



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 2 PX-石脑油价差：美元/吨



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

## 2.2. 下游需求暂未大幅恶化

客观来看，目前聚酯产业链旺季逐步过去，织造、加弹、印染开工季节性走弱。从负荷角度看，目前织机开工 85%：加弹开工 93%：染厂开工 92%。不过由于原油和聚酯原料端持续上涨，但涤丝重心尚处于相对低位，下游增加采购。截至目前，终端备货较少在 7-15 天，较多在 20-25 天附近。从聚酯产品库存来看，POY, FDY, DTY 和 1.4D 库存分别为 11 天，12.3 天，13.4 天，-3.2 天，压力不大。后期我们认为聚酯—终端的开工在月底前仍能够继续维持，实际走弱趋势或在 1 月后更加明显。

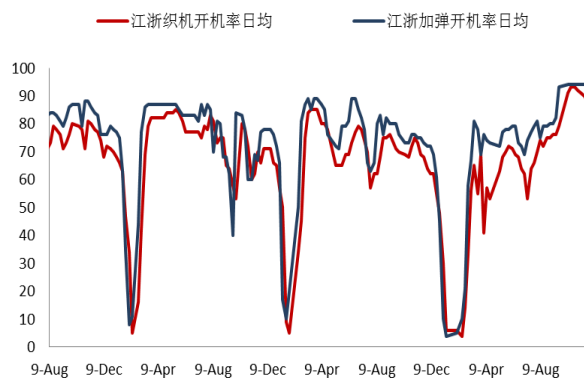
外需市场方面，最近一段时间，海运费暴涨，助推下游产品加速发货。海关数据显示，2020 年 10 月涤纶工业丝出口量 4.25 万吨，同比增长 13.9%，环比增长 12.5%。另外，10 月当月，我国纺织品出口 116.6 亿美元，同比增长 15.9%（以人民币计同比增长 12.1%），服装当月出口 131.8 亿美元，同比增长 6.8%（以人民币计同比增长 3.2%），出口增速较上月继续提高 0.3 个百分点，保持自 8 月份以来连续三个月的正增长态势。我们认为，对东南亚地区的出口替代利好或延续至明年 1 季度。内需市场方面，10 月全国限上单位服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值 1274 亿元，同比增加 12.2%；10 月全国限上单位服装类商品零售类值 941.3 亿元，同比增加 12.1%。整体纺服下游市场伴随宏观氛围转暖向好发展，因此在四季度结束前，需求端仍存韧性。

图 3 下游库存情况：天



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图 4 终端开工负荷：百分比



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

## 2.3 PTA 估值偏低，具备阶段性做多价值

市场目前对于 PTA 的价格判断焦点主要集中在低估值与大投产。一方面，新一年一二季度虹港石化 2#250 万吨，逸盛新材料 1#和 2#共计 660 万吨即将投产，四季度恒力石化 500 万吨大装置计划投产，产能增速高达 22.4%，全年供应偏宽松。另一方面，从估值角度说，原油-石脑油-PX-PTA 的合理价差将成为 PTA 价格重心变化的重要参考标准。正如前文所述，我们认为石脑油-PX 环节价差很难进一步压缩，再来看 PTA 自身加工费。伴随产业的不断发展，不同工艺下 PTA 对 PX、醋酸单耗的需求以及公用工程的能耗区别较大，新老装置的成本之间存在巨大差异，客观来说，新技术实现完全取代仍旧需要较长时间，目前主流技术装置占比较大，预计加工费合理波动区间预计为【400, 600】元/吨，因此向下空间同样不大。如果按照明年油价 55 美元的均值计算，当前 PTA 估值偏低，短期来看做多的安全边际高于做空。

从盘面逻辑上讲，当前 TA 主力换月，05 成为主力合约。近两日，我们看到 3500 附近流入 05 合约的资金明显增多，持仓量大幅升高。相对的 01 和 05 资金流动方向相反，而近月合约的高升水或限制 01 涨幅。因此我们认为 05 合约更加具备阶段性的做多价值。

表 1 不同情景下的聚酯产品价格预估

不同情景	原油	石脑油	PX-石脑油	TA 加工费	TA
Bull	65	580	250	600	5000
Bear	40	380	200	400	3500

资料来源：WIND；东海期货研究所整理

### 3.策略总结

我们认为，12 月份市场仍旧对于疫苗等消息存在较为乐观的预期，同时油市供需情况持续修复，成本偏强，且下游需求暂未大面积恶化，PTA 价格相对低估。05 合约具备阶段性做多空间，建议等待机会，3500 附近布局多单，目标 3800，具体入场时点等待提示。

## 分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn