

# 柳梢绿小眉如印，乍暖还寒犹未定

-----2021 年聚酯年报

2020-12-31

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

联系人：

赵飞

从业资格证号：F3048506

电话：021-68757827

邮箱：zhaof@qh168.com.cn

## 相关研究报告

### ◎投资要点：

◆2020 年聚酯板块受到疫情冲击，需求相对萎缩，而原油作为绝对上游价格下跌同样引发 TA, EG 等相关能化品种成本重心回落，整条产业链承压明显。

◆PTA 方面，PTA 产能扩张高峰即将到来，多套大装置投产，产能增速高达 24%，全年供应偏宽松。参考主流技术装置成本，预计加工费合理波动区间预计为【400, 600】元/吨。

◆MEG 方面，根据新一年乙二醇投产计划，2021 年年末中国乙二醇产能将超过 2400 万吨。新装置单一环节抗风险能力提升，也进一步保证了未来供应稳定性。进口量按照与 2020 年度持平计算，预计 2021 年乙二醇将延续供过于求的格局。

◆聚酯方面，2021 年聚酯品种价格有望在成本支撑与需求转暖的共同作用下相对抬升，实际供应将保持平稳增长。对短纤而言，上半年整体宏观形势好转，消费复苏将形成支撑，而新装置大多集中在下半年投放，届时或对其利润与价格走势造成一定影响。

◆结论：2021 年伴随疫情受控，内外需求缓慢复苏，预计终端压力有所减轻，同时成本抬升助推聚酯上下游品种价格上行。从产业格局发展情况上看，装置投产多，整体供过于求的趋势难改，上游供应压力大于下游，预计各环节利润话语权将经历再分配。根据投产实际进度与时间上的错配，品种之间存在套利机会。我们预计 PTA 主力的运行区间为【3600, 4900】，EG 主力运行区间为【3500, 4800】，短纤主力运行区间为【5800, 7500】。整体价格表现预计好于 2020 年。

◆风险因素：以上推测基于几个基本假设：（1）有效疫苗按照计划大面积推广，全球疫情得到控制；（2）宏观环境平稳，油价上行符合预期。

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. 2020 年聚酯产业链走势回顾 .....	3
2. 基本面分析 .....	4
2.1. 成本 .....	4
2.1.2 PTA&MEG .....	6
2.2.1 聚酯 .....	10
2.2.2 终端 .....	12
2.3 关注产业链估值与供需错配带来的投资机会 .....	14
3 其他重点关注 .....	14
4 结论及风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1 PTA&EG 主力期价走势：元/吨 .....	4
图 2 短纤主力期价走势：元/吨 .....	4
图 3 全球原油供需平衡预估：百万桶/天 .....	5
图 4 全球原油库存变动：百万桶/天 .....	5
图 5 PX 供需平衡表 .....	6
图 6 PX-石脑油价差：美元/吨 .....	6
图 7 PTA 供需平衡表：万吨 .....	8
图 8 PTA 现货加工费：元/吨 .....	8
图 9 PTA 基差：元/吨 .....	8
图 10 聚酯产业链开工率：百分比 .....	8
图 11 乙二醇供需平衡表：万吨 .....	9
图 12 乙二醇煤制利润：元/吨 .....	9
图 13 聚酯品种价格走势：元/吨 .....	11
图 14 聚酯品种现金流走势：元/吨 .....	11
图 15 短纤进出口：万吨 .....	12
图 16 聚酯产品库存：天 .....	12
图 17 纺服出口交货情况 .....	13
图 18 服装鞋帽，针，纺织品零售累计值：亿元 .....	13
图 19 纺服内需 vs 外需占比 .....	13
图 20 SW 纺服板块上市公司净利润增长预测：百分比 .....	13
图 21 聚酯产业链各环节投产时间 .....	14
图 22 美元兑人民币中间价 .....	14
图 23 全球疫情地图 .....	14
表 1 PX 投产计划表 .....	6
表 2 PTA 投产计划表 .....	7
表 3 PTA 新老装置成本差异 .....	7
表 4 EG 投产计划表 .....	9
表 5 聚酯装置投产计划表 .....	11
表 6 聚酯板块品种价格预估 .....	14

## 1.2020 年聚酯产业链走势回顾

PTA 方面，年初受到新冠疫情的影响，自多地封城开始，聚酯产业链上下游开工受到严重影响。下游—终端消费明显下滑，春季需求不及预期。3 月初，原油主产国沙特发起“价格战”，国际原油价格大跌，成本坍塌引发大部分化工品跟跌，4 月 TA 价格一度触及 3100 元左右的近几年低点。截至二季度末，国内开启复工复产，油价同样在减产带动下有所修复，TA 价格保持低位震荡。下半年，国内抗疫取得重大进展，油价在三季度受到供应收缩的提振持续上行，市场从恐慌逐渐转向积极期待疫苗等利好消息，因此盘面获得上涨动力，8 月底价格冲高至 3800 元/吨上方。然而，进入 9 月，传统旺季到来，但海外疫情以及“春衣秋卖”现象导致订单跟进乏力。国内疫苗方面确实有进展，但根据 WTO 所述全球大面积接种或需等待至明年，因此市场转向谨慎。PTA 巨量社会库存与仓单注销导致现货充裕，盘面承压回落。10 月，由于印度疫情导致纺服企业被迫停工，部分海外订单回流，下游产销转暖，TA 价格在下旬到来前一路走高。11 月到来后，宏观氛围动荡，TA 价格回落至低位，延续震荡走势。截至发稿，PTA 主力运行区间为【3128, 5148】。

乙二醇方面，一季度与 TA 类似，疫情导致春节后下游复工推迟，内需外需同步下挫，乙二醇需求缩窄，随后恒力、浙石化等多套装置陆续投产，供过于求的格局进一步深化。同样，3 月国际油价暴跌，成本坍塌叠加海外疫情扩散带来的纺服外贸订单下滑，乙二醇价格大跌，4 月份的负油价引发乙二醇期价跌破 3000 元一线。二季度后期，伴随国内市场情绪趋向平稳，聚酯利润好转，开工率升高，乙二醇压力暂缓，跟随油价进入较为漫长的修复期。10 月传统旺季同样带来了乙二醇一定的上行动力，但显然市场仍旧担忧未来订单的延续情况，因此价格上方空间有限。截至发稿，MEG 主力运行区间为【2926, 4988】。

短纤方面，短纤期货于 10 月 12 日在郑商所上市，受到市场的普遍关注。由于短纤自身基本面在所有聚酯系列产品中较为健康，高利润，高开工，低库存使得短纤价格一路上行至 6618 元的高点；而后考虑到盘面加工费相对偏离正常范围以及下游需求的不确定性，短纤期价随后出现回落，11 月份基本保持低位运行。截至发稿，PF 主力运行区间为【5750, 6618】。

整体看来，2020 年聚酯板块受到疫情冲击，需求相对萎缩，而原油作为绝对上游价格下跌同样引发 TA, EG 等相关能化品种成本重心回落，整条产业链承压明显。

图 1 PTA&EG 主力期价走势：元/吨



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 2 短纤主力期价走势：元/吨



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

## 2. 基本面分析

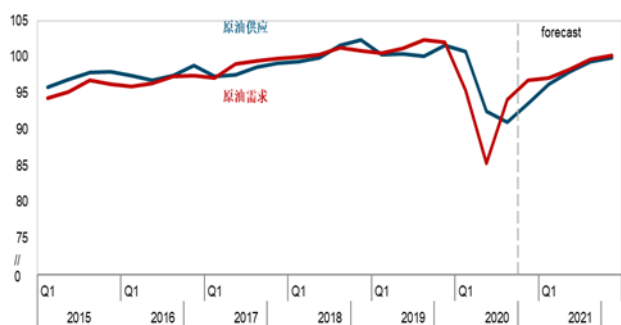
### 2.1. 成本

原油作为大宗商品之王，其价格变动会对能化板块品种走势产生巨大影响。2020 年全球原油市场受到新冠疫情的冲击，价格波动剧烈，另外因为需求恢复较为缓慢，与 2019 年相比油价重心明显下移。全球主要产油国经历主动与被动减产，但全球原油供需平衡表的完全修复仍旧需要较长时间。宏观环境不稳定因素较多，因此资金对于原油等风险资产配置上也较为谨慎。

2021 年，我们认为，整体原油消费有望从底部反弹，但增幅仍旧有限，较难恢复至疫情发生以前的正常水平。综合看来，IEA 预计 2021 年石油需求将增加 580 万桶/日至 9710 万桶/日；EIA 预测需求增幅为 590 万桶/日；OPEC 最为乐观，认为需求有望增加 625 万桶/天，均低于此前的年度增量。我们认为，未来一年中国和美国将成为原油消费的主要贡献国，其他国家和地区需求整体变动幅度并不是很大，预计全球消费增量在 600 万桶/天。供应层面上看，伴随原油消费的增长预期以及产业的缓慢恢复，原油产量将触底回升，具体反弹高度则与油价重心水平密切相关。对于包括 OPEC，美国，俄罗斯在内的产油国来说，维持利益最大化的目标需要通过实现全球原油市场的供需平衡来解决。分国家和地区来看，预计 2021 年美国产量均值大概在 1100 万桶/天，OPEC 预计将分阶段放松减产协议，各生产国产量总体将逐步恢复，我们预计全球原油供应均值整体略低于 2019 年的水平。

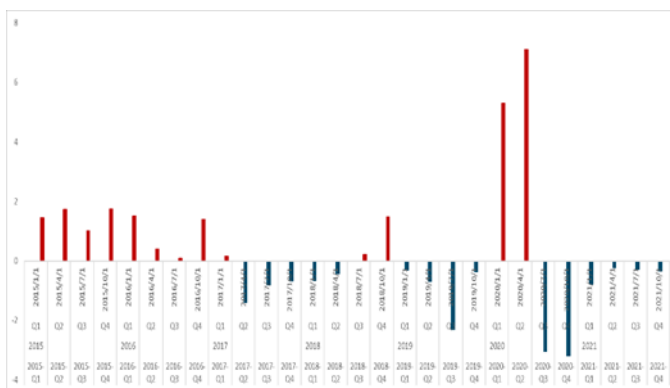
综合看来，我们预计乐观条件下，2021 年二三季度原油市场将实现供需平衡。从库存变动的角度看，前期疫情积累的库存将以 150 万桶/日-220 万桶/日的速度去化，不过当前仍旧以主动去库为主，在未来一年中将逐步向被动去库转化。2020 年布伦特原油均价为 55 美金/桶。上半年，OPEC 减产持续以及疫苗问世后，预计油价有望加速上行；下半年油价上行空间主要取决于整体需求的恢复程度，油价上涨速度预计有所放缓。整体预计布伦特将在 45-65 美金/桶区间内震荡，较 2020 年价格重心相对修复。

图 3 全球原油供需平衡预估：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

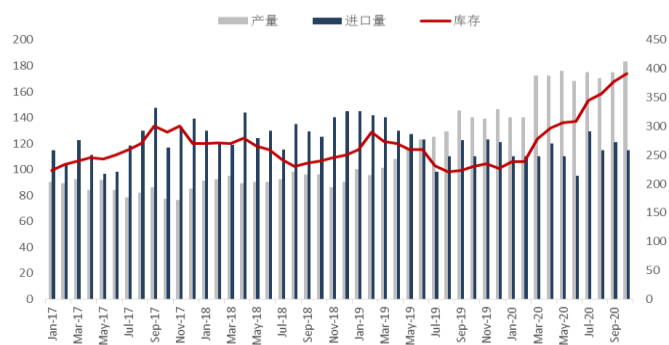
图 4 全球原油库存变动：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

PTA 的上游 PX 方面，首先从产业格局角度出发，2020-2025 年我国 PX 新增增产能共计超过 4800 万吨，其中自 2021 年-2024 年基本呈现匀速增长，而 2025 年则将迎来产能爆发。2021 年 PX 按计划或迎来超过 700 万吨新装置投产；新装置投放大多集中在四季度，考虑到 PTA 产能投放时间上的错配，我们预计 2021 年上半年 PX 供需平衡状况要好于下半年，且相对而言 PTA 产能扩张速度更快，预计能够阶段性缓解 PX 自身压力。另外，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需求与消费表现，进而支撑了石脑油需求，相对而言同样导致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，预计三季度前 PX-石脑油价差有望修复至 200-250 美金/吨的水平。然而，我们并不过分看好来自 PX 上下游的让利，主要原因在于聚酯上游在近几年基本均处于扩产周期，炼化一体化装置投产后，相关企业将进一步降低进口依赖，同时单一环节的利润压缩也很难影响整体开工，长周期而言 PX 小幅过剩的状态难以从根本上扭转。

图 5 PX 供需平衡表



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图 6 PX-石脑油价差：美元/吨



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

表 1 PX 投产计划表

公司名称	产能（万吨/年）	计划投产时间
浙石化二期	500	2021 年 Q3-Q4
中委广东石化	260	2021 年 Q4
大榭石化/利万	160	2022 年
九江石化	89	2022 年
盛虹炼化	280	2022 年
惠州炼化二期	150	2022 年
东营威化学二期	100	2022 年
2021 年总计	760	

资料来源：隆众资讯；CCF；卓创；东海期货研究所整理

对乙二醇来说，2020 年江苏甲醇现货价格主要运行区间大约在 1450 元/吨至 2500 元/吨，新一年甲醇也面临着大装置投产的潜在压力，价格上行空间有限。相较而言，我们预计煤头或在经济复苏大趋势带动下价格重心有所上移。

综上所述，我们认为，2021 年原油市场有望持续修复，在 OPEC 减产与疫苗落地的带动下油价或在【45, 65】美金/桶的区间内运行，整体表现优于 2020 年。PX 与甲醇等原料均处于产能扩张周期，对于 TA 与 EG 的价格存在支撑，但力度有限。

## 2.1.2 PTA&MEG



PTA 方面，2020 年 10 月 19 日起，PTA 总产能增加独山能源 2# 220 万吨，总产能基数调整至 6294 万吨，有效产能基数调整为 5884 万吨。PTA 产能扩张高峰即将到来，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 24%，全年供应偏宽松。

从 PTA 加工费变动趋势上看，2020 年 PTA 现货加工费确实相较此前 2000 元/吨的标准明显压缩，但受到原料价格走低的影响，整体仍有较好表现。截至 2020 年 10 月，TA 全月平均加工费约为 580 元/吨。从 PTA 的实际开工率不难看出，500-600 元/吨的加工费具备较高吸引力，不少装置因此而推迟了原定检修计划。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，因此站在全产业链的视角去看，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。在未来一年中，我们参考主流技术装置成本，预计加工费合理波动区间预计为【400, 600】元/吨。

表 2 PTA 投产计划表

公司名称	产能 (万吨/年)	计划投产时间
虹港石化 2#	250	2021 年 Q1
浙江逸盛新材料 1#	330	2021 年 Q1
浙江逸盛新材料 2#	330	2021 年 Q2
恒力石化 6#7#	500	2021 年 Q4
威联化学	250	2022 年 Q2
三房巷 3#	320	2022 年 Q4
2021 年总计	1410	

资料来源：忠朴；东海期货研究所整理

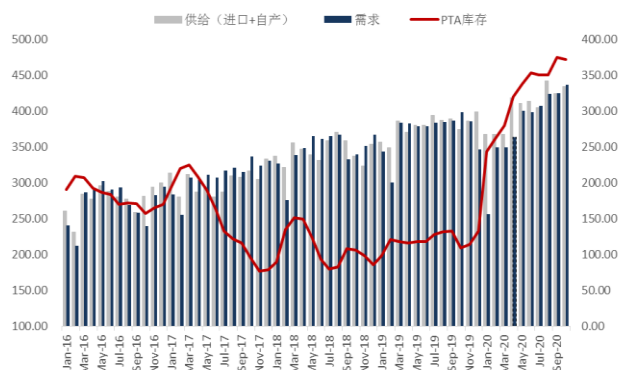
表 3 PTA 新老装置成本差异

项目	早期技术	主流技术	最新技术
PX 单耗 (t/t)	0.66	0.655	0.648
醋酸单耗 (kg/t)	40	36	29
电力 (kwh)	140	110	-100
蒸汽耗 (t/t)	1.1	0.6	0.5
除盐水 (t/t)	2	1.5	0.1
人工和装置 (元)	55	25	20
其他辅料 (元)	110	90	70
现金流成本 (元)	700	460-500	260

资料来源：公开资料整理；东海期货研究所整理

从库存角度看，2020 年供过于求的基本面推动 PTA 社会库存上行至接近 400 万吨的历史高位。一方面，新冠疫情对于下游纺服消费的影响形成产业链负反馈，累库成为常态；另一方面，PTA 生产企业在较为理想的加工费环境下主动选择推迟检修，同时新产能投放带来了供应增量，全年 TA 开工率均值保持在 85% 的高位。2021 年，伴随新装置投产，我们预计全年 TA 库存将保持偏高水平。

图 7 PTA 供需平衡表：万吨



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图 8 PTA 现货加工费：元/吨



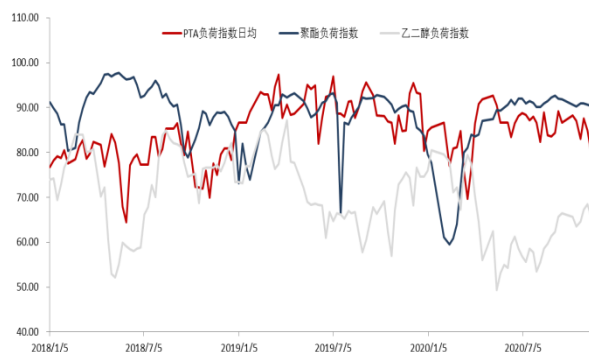
资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图 9 PTA 基差：元/吨



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 10 聚酯产业链开工率：百分比



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

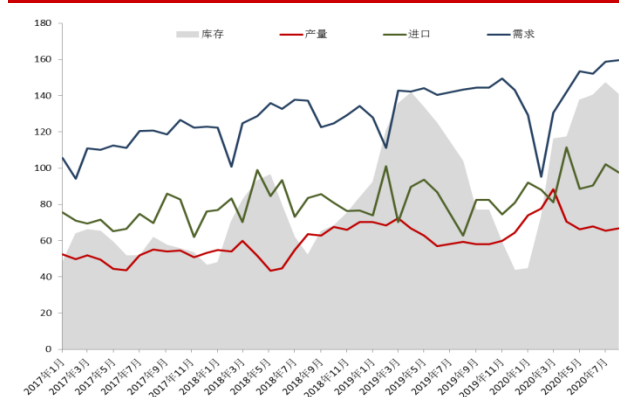
与 PTA 类似，2020 年同样是乙二醇装置的投产大年。恒力石化、浙石化以及内蒙古荣信化工陆续投产；下半年山西沃能、中化泉州以及中科炼化等多套装置试车，以大炼化和联产化装置为主。2020 年 10 月份起，中国乙二醇总产能为 1503.5 万吨，油制占比超过 50%，煤制乙二醇总产能为 519 万吨。根据新一年乙二醇投产计划，尽管煤制装置实际进度或打折扣，但除此以外仍有大量新装置投产，且现存老旧产能淘汰尚待时日。截至 2021 年年末若所有装置按计划落地，中国乙二醇产能将超过 2400 万吨，产能增速高达 60%；进口方面，2020 年进口量并未因为自产供应增多而出现明显下降，因此按照与 2020 年度持平 1100 万吨左右计算，预计 2021 年乙二醇将延续供过于求的格局。



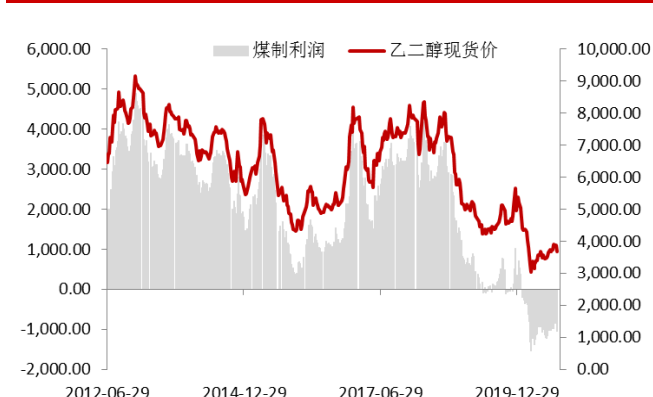
**表 4 EG 投产计划表**

装置名称	产能 (万吨)	投产时间
卫星石化(乙烷裂解)	160	2021年Q1 3月
浙石化(一体化)	65	2021年Q2 6月
古雷石化(一体化)	70	2021年Q2 6月
宁夏鲲鹏(合成气)	20	2021年Q2 6月
陕煤榆林(合成气)	180	2021年Q2 6月
榆能集团(合成气)	40	2021年Q3 7月
安徽昊源(合成气)	30	2021年Q3 8月
广汇环保(合成气)	20	2021年Q3 8月
河南心连心(合成气)	20	2021年
内蒙古久泰(合成气)	100	2021年
美锦华盛(合成气)	30	2021年
内蒙古益高(合成气)	12	2021年
襄矿泓通(合成气)	20	2021年
神华榆林(合成气)	40	2021年
延长石油(合成气)	10	2021年
中安联合(合成气)	60	2021年
陕西华彬正开(合成气)	30	2021年
<b>2021年总计</b>	<b>907</b>	

资料来源：化纤头条网；隆众；CCF；东海期货研究所整理

**图 11 乙二醇供需平衡表：万吨**


资料来源：CCF；东海期货研究所整理

**图 12 乙二醇煤制利润：元/吨**


资料来源：CCF；东海期货研究所整理

从利润与开工率的角度看，2020 年包括煤制在内的多种生产路线长期处于亏损状态，因此整体开工负荷一度降至 50%左右，然而伴随新产能投放，乙二醇供给仍旧高于历史同期水平。对于亏损常见的煤制装置来说，我们认为，当乙二醇现价上行至 3850 元/吨时，此类装置将陆续复产，综合对比 2021 年与 2020 年的宏观经济环境，我们认为新一年复苏是主基调，且整个能化板块价格重心在油价以及需求共同带动下有望上移，因此预计 2021

年乙二醇综合开工率将同比升高。另外，从产业发展的角度，目前投产的多套新装置多以联产为主，即单一环节抗风险能力提升，也进一步保证了未来供应端的开工率。

综上所述，从产业格局的视角出发，PTA 与 MEG 在 2021 年处于产能扩张期，相对于新产能投放力度较小的下游而言，供过于求的局面难以在短期内改变。TA 与 EG 自身利润逐步压缩，低加工费时代到来。从中长期的角度看，我们认为老旧低效产能将面临新一轮淘汰，复苏与竞争将成为 2021 年 PTA 与 MEG 行业的主基调。

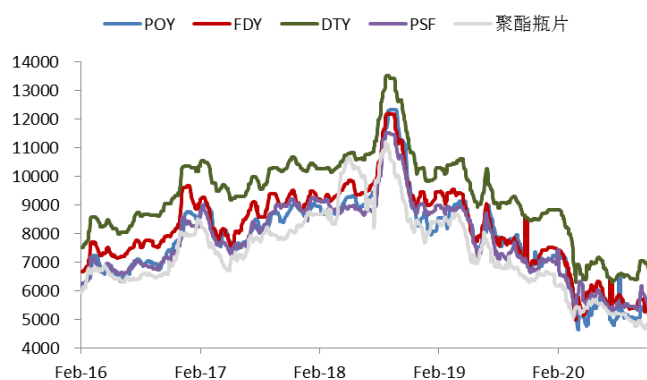
## 2.2.1 聚酯

2021 年聚酯端全年计划投产 553 万吨的新产能，总投产增速为 8.8%，其中短纤投产增速为 14%。2020 年 11 月 1 日起，聚酯产能基数为 6260 万吨；涤短有效产能调整至 792 万吨。从近两年的投产节奏上看，2019 年底聚酯总产能修正为 5832 万吨，截至 2020 年 11 月实际投产 430 万吨左右，实际增速为 7.3%，略低于原定计划。我们发现，近两年聚酯板块产能增速明显放缓，一方面与总基数抬升有关，另一方面则是因为全球终端-下游产品竞争加剧，内外需求受到来自宏观层面的影响，因此相关企业投产决策方面偏于谨慎。2021 年在全球需求相对回暖的前提下，我们认为下游企业投产积极性将有小幅提高。

从现金流的角度看，2020 年受到新冠疫情的影响，整体产业链利润在上半年相对压缩，不过部分与防疫相关的品种例如短纤现金流表现亮眼，且受到成本大幅下滑的影响，全年各聚酯品种平均利润尚可。2021 年对于下游聚酯板块而言，在上游供应压力持续增大的前提下，下游利润分配话语权有望增大，预计 POY 等品种盈利存在抬升动力；对于未来两年投产较多的短纤来说，我们认为伴随疫苗投放，防疫品带来的需求提振也难以长期延续，2021 年下半年短纤利润存在阶段性回归的可能性，不过相较于 TA、EG 而言，短纤基本面仍旧较为健康，建议关注后期产业链套利机会。

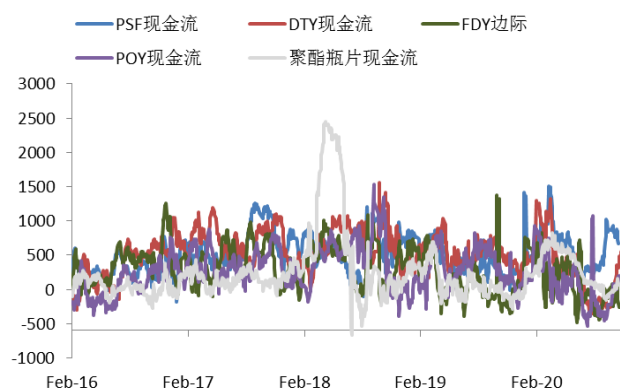
库存方面，2020 年因为疫情导致三季度前 POY、FDY 等品种持续累库，而后伴随社会复苏实现去化。我们认为，新一年生产生活有望逐步恢复正常，另外下游企业的库存管理水平得当，预计整体库存水平将保持中性。

图 13 聚酯品种价格走势：元/吨



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 14 聚酯品种现金流走势：元/吨



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

表 5 聚酯装置投产计划表

企业	产能（万吨）	产品	投产时间
恒逸福建逸锦	25	半光 FDY	2021 年 1 月
金寨	3	中空短纤	2021 年 1 月
新凤鸣中跃二期	30	POY	2021 年 3 月
华润珠海	60	瓶片	2021 年 3 月
新凤鸣平湖项目	30	POY	2021 年 5 月
恒逸恒鸣	50	POY	2021 年 5 月
华西村	10	水刺短纤	2021 年 Q2
恒力南通	40	POY	2021 年 6 月
金寨	5	低熔点	2021 年 7-8 月
恒逸海宁新材料	50	POY	2021 年 Q3
新凤鸣平湖项目	30	POY+FDY	2021 年 Q3
优彩	10	低熔点短纤	2021 年 Q3
盛虹国旺	25	POY	2021 年 9 月
恒逸逸达	60	短纤	2021 年 Q3-Q4
四川吉兴	30	短纤	2021 年 Q4
绍兴元壑	25	POY+FDY	2021 年 12 月
宝生四川项目	50	瓶片	2021 年年底
天龙新材料	20	切片	待定
<b>2021 年总计</b>	<b>553</b>		

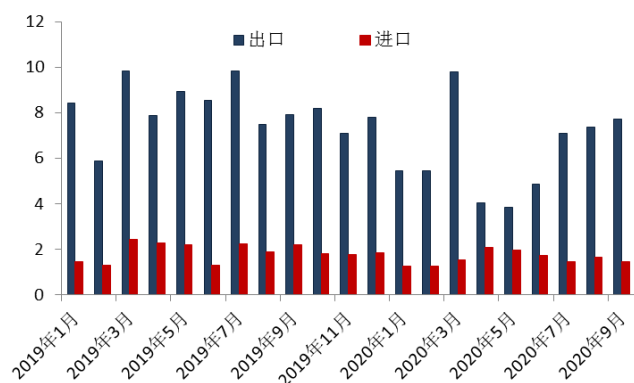
资料来源：CCF；东海期货研究所整理

进出口方面，以短纤为例，援引海关总署数据，2020 年 1-9 月短纤对外口 55.6193 万吨，较 19 年同期水平下滑 25.6%。从出口国家来看，越南位居首位，占比 23%，美国占 18%，海外需求受到新冠疫情的影响出现下滑。短纤进口方面，整体保持平稳态势，6 月之后伴随疫情缓解，进口量出现回升。其他聚酯品种如瓶片进出口在 2020 年上半年也同样受到疫情影响，整体表现不及 2019 年，截至 2020 年 10 月聚酯瓶片和切片出口总量

为 18.7 万吨，同比下滑 22%，其中税则号 39076910 为 3.63 万吨，同比下滑 10.8%，39076110 为 15.07 万吨，同比下滑 24.6%。另外聚酯切片进口 2.56 万吨，同比下滑 42.3%。2021 年，在海内外需求复苏带动下，我们预计聚酯出口数量有望改善，不过，受限于较为复杂的地缘政治环境，如中美贸易摩擦以及国外对短纤等品种采取的反倾销补贴调查将限制我国聚酯品种的外贸发展空间。

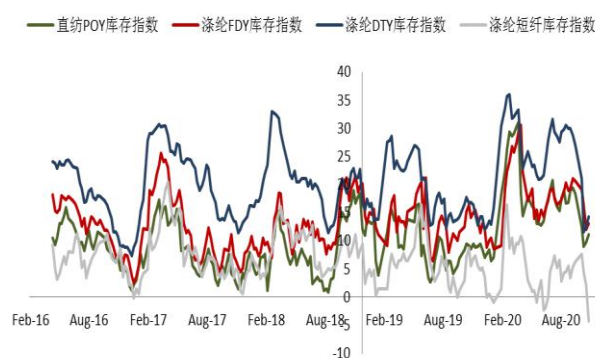
综上所述，我们认为 2021 年聚酯品种价格有望在成本支撑与需求转暖的共同作用下相对抬升，实际供应将保持平稳增长。对短纤而言，上半年整体宏观形势好转，消费复苏将形成支撑，而新装置大多集中在下半年投放，届时或对其利润与价格走势造成一定影响。

图 15 短纤进出口：万吨



资料来源：CCF；东海期货研究所整理

图 16 聚酯产品库存：天



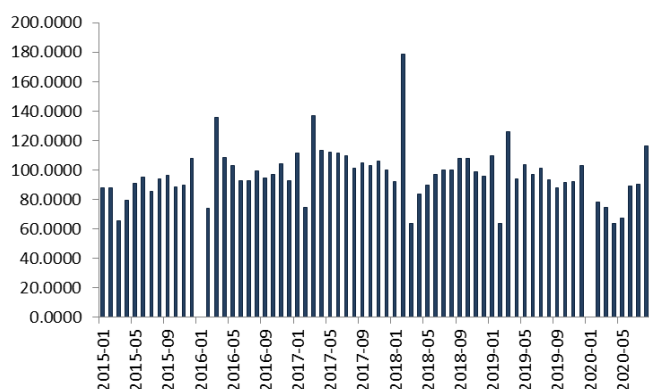
资料来源：CCF；东海期货研究所整理

## 2.2.2 终端

客观而言，纺服并非属于“穿越疫情”的行业，因此在此次全球新冠疫情中，整个板块受到重创。2020 年 1-9 月规模以上服装企业服装产量 157.05 亿件，同比下降 10.53%；实现营业收入 9481.49 亿元，同比下降 13.46%，降幅比 1-8 月收窄 0.90 个百分点；利润总额 416.87 亿元，同比下降 22.93%。2020 年 1-9 月限额以上单位服装类商品零售额累计 5679 亿元，同比下降 14.2%；1-9 月服装及衣着附件出口 978.34 亿美元，同比下降 10.3%。2020 年前三季度，被选中的 61 家主要上市公司实现营业收入 1356.6 亿元，同比下降 16%，实现扣非归母净利润 36.7 亿元，同比下降 66%，受疫情影响，增速出现下滑，但与 2020 中期相比，营业收入降幅有所收窄。口罩等防疫用品需求创利贡献较大，总体而言纺服行业仍旧处于修复状态。

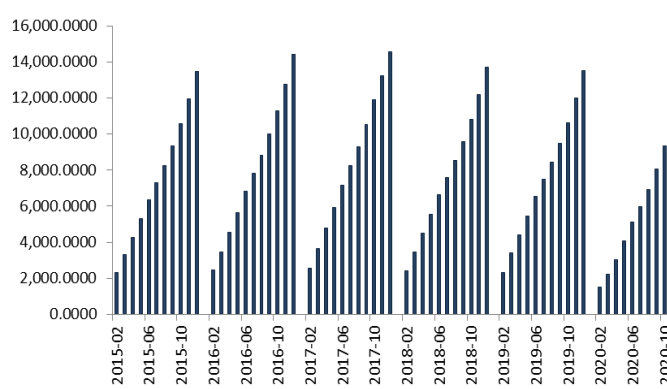
外贸方面，2020 年四季度以来，印度多家大型出口型纺织企业因疫情无法保证正常交货，我国的生产替代作用显现，其中毛巾、床单等产品订单量较大，个别企业表示现在的订单数量已经排到 2021 年 5 月。我们认为，国内市场恢复速度较快，因此占据生产端的明显优势，2021 年在全球疫情发展得到有效控制的预期下，海外需求恢复是纺织服装出口的主要推动力，然而从另一个角度来说，我们建议对国内纺织服装生产的实际替代延续性保持谨慎态度，一旦东南亚等国逐步恢复正常生产生活，预计出口增速或相对放缓。我们预计替代出口带来的增量或在上半年延续，而在疫情受到根本控制后其贡献边际影响将递减。

图 17 纺织服装出口交货情况



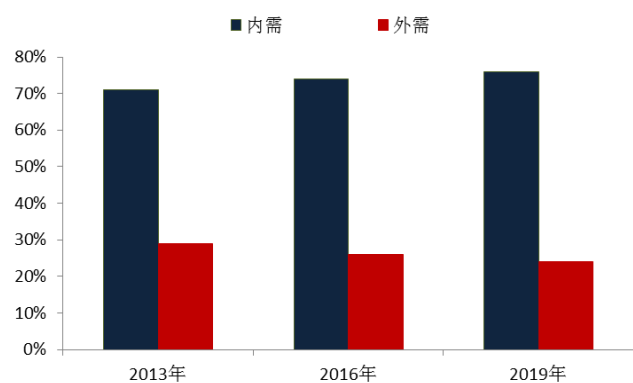
资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 18 服装鞋帽，针，纺织品零售累计值：亿元



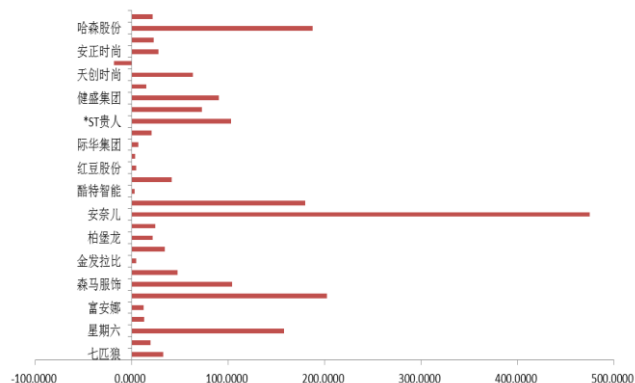
资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 19 纺织服装内需 vs 外需占比



资料来源：公开资料整理；东海期货研究所整理

图 20 SW 纺织服装上市公司净利润增长预测：百分比



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

内贸方面，2020 年上半年内需受到疫情影响，服装企业多有打折促销，库存贬值问题导致纺织服装企业净利润下滑 36%。三季度以来，伴随宏观经济环境好转，居民消费改善，8 月以来我国纺织服装类商品零售实现正增长。我们认为，2021 年内需将持续发力，推动下游产销进一步改善，不过预计企业将更加重视库存管理，来度过疫情时代的恢复期。目前我国纺织服装内需占比接近 70%，占据消费主导地位。新一年伴随“内循环”发力，从行业发展趋势上看，我们预计未来内需占比将持续上升。

## 2.3 关注产业链估值与供需错配带来的投资机会

从估值的角度来说，原油价格在 2020 年处于偏低位置，伴随宏观环境好转，我们对 2021 年油价走势保持谨慎乐观。从不同情景下的原油价格出发，我们通过加工费价差对聚酯板块品种价格作出预估（表 6）。

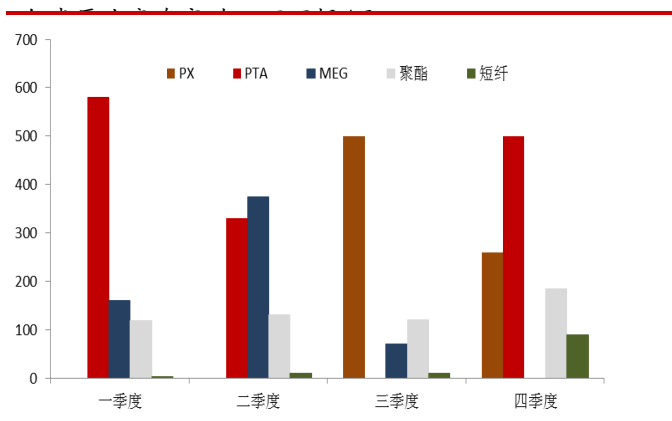
从产业链产能投放节奏上，我们发现 PX 主要在下半年集中投放，而 TA 与 EG 则在上半年新装置计划落地较多，同时考虑到全年均有投放的下游聚酯板块，我们认为 TA、EG 上半年供需矛盾或明显增大，价格承压。短纤新装置投产集中在四季度，可关注产业链加工费套利机会。

表 6 聚酯板块品种价格预估

不同情景	原油	石脑油	PX-石脑油	TA 加工费	TA	EG	短纤
Bull	65	550	250	600	4900	4800	7500
Bear	45	400	200	400	3600	3500	5800

资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 21 聚酯产业链各环节投产时间



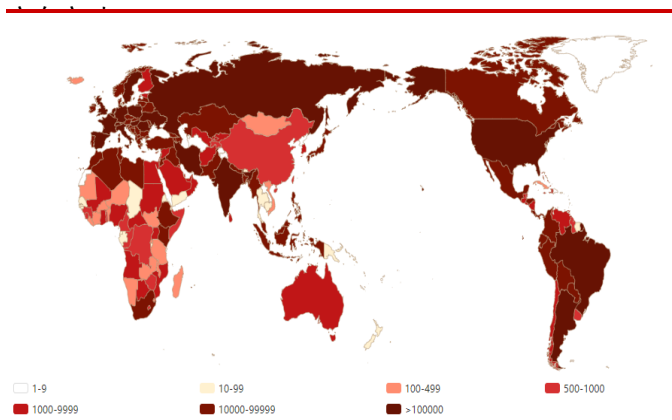
资料来源：东海期货研究所整理

图 22 美元兑人民币中间价



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 23 全球疫情地图



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

## 3 其他重点关注



**关注“双循环”，寻找增长点。**对纺服产业链而言，国内“内循环体系”的构建将对纺服终端消费改革产生直接影响。短期来看，受到疫情及外部政治环境影响，纺服出口受阻，出口内卷后将加剧国内市场竞争，压制相关品种价格上行空间，进而推动产业被动去产能；而从中长期的角度来看，国家将出台更多有利政策，确保优质企业快速发展，推动纺服产业良性循环。我们认为，内循环政策对于整条产业链的影响顺序为：纺服>棉花>聚酯>PTA 与 MEG。对纺服行业而言，外部环境的压力早已显现，部分产业转移至人工成本低廉的东南亚地区。在这样的市场背景下，中央提出“双循环”思路，我们认为，“内循环”绝非“自我封闭”，近年来我国一直倡导的多元化市场发展战略，已经在稳定我国外贸出口方面发挥着重要作用。2020 年一季度，东盟已经跃居我国纺织服装第一大出口市场，出口占比达 21%，首次超过对欧盟的出口。分散市场风险的同时积极开拓“一带一路”沿线等发展中国家市场，也是保持出口订单稳定的重要途径。另外，更重要的一点在于我国内销市场仍具备较大发展潜力，通过深挖内需，进而扩大纺服消费市场。我国政府提出的“内循环”将有效促进产业升级，优化产业结构，提高行业集中度，增强企业抗风险能力；同时社会消费升级也将加大内需对市场的提振力度。

**关注 RCEP 协议对产业链的潜在影响。**2020 年 11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系协定签署仪式以视频方式进行，包括东盟 10 国与中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰在内的 RCEP 成员国经贸部长将在仪式上正式签署该协定。具体到对聚酯产业链的影响上，进口方面，一直以来韩国、日本、印度是我国最大的 PX 进口来源国；另外韩国也是国内 EG 的进口国之一。我们认为，RCEP 协议的签署将逐步降低相关化工品的进口关税，这也意味着将来进口货的价格优势将逐步体现，考虑到聚酯上游板块的大投产节奏，短期或对包括 PTA，EG 在内的品种形成一定的价格冲击。不过，从另一个角度看，伴随着炼化一体化格局的进一步完善，未来不排除我国过剩的自产产品转向出口。因此，该协议的签署有利于国内产业调整发展方向，打开国际市场。出口方面，市场主要关注对于终端纺服的潜在影响。所谓“(澳洲羊毛+中国布料+泰国成衣)×免税=贸易创造”概念是指产自澳大利亚的羊毛可以免税进入中国，在中国织成布料后再免税出口到泰国制成成衣。这个过程中，鉴于协定的关税优势，成衣生产和运输的成本大大降低，在带动域内各国就业的同时，达成优惠消费者的目的。RCEP 的签署，意味着成员国的整体竞争力进一步提高，也有利于我国纺服面料的出口，利多下游品种如短纤未来走势。

## 4 结论及风险提示

综合看来，我们认为，2021 年伴随疫情受控，内外需求缓慢复苏，预计终端压力有所减轻。从产业格局发展情况上看，未来一年产业链新装置投产较多，整体供过于求的趋势难改，上游供应压力大于下游，预计各环节利润话语权将经历再分配。根据投产实际进度与时间上的错配，品种之间存在套利机会。我们预计 PTA 主力的运行区间为【3600, 4900】，EG 主力运行区间为【3500, 4800】，短纤主力运行区间为【5800, 7500】。整体价格表现好于 2020 年。

风险提示：以上推测基于几个基本假设：（1）有效疫苗按照计划大面积推广，全球疫情得到逐步控制；（2）宏观环境平稳，油价上行符合预期。

## 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