



弘业期货股份有限公司
HOLLY FUTURES CO., LTD.

研究报告—季报

金融研究院 工业品研究所

报告日期

2020 年 9 月 24 日

供需矛盾积累，PTA 寒意加深

张永鸽

Tel: 02568908478

Email: zhangyongge@ftol.com.cn

从业资格号: F0282934

投资咨询证号: Z0011351

目录

一、PX 弱势难改，或因下游增产加工费小幅改善.....	3
二、PTA 新供给仍是焦点，加工费有待压缩.....	7
三、聚酯新产能快速增加，奈何终端压力难消除.....	11
四、后市展望.....	15

图表目录

图表 1：国内 PX 产能增长图.....	3
图表 2：PX 平衡表.....	4
图表 3：国内 PX 开工率.....	5
图表 4：2019 和 2020 年 PX 累计进口量.....	6
图表 5：PX 进口依存度.....	6
图表 6：PTA 现货加工费.....	8
图表 7：2014-2020 年现货平均加工费.....	9
图表 8：PTA 与聚酯开工率.....	10
图表 9：PTA 月产量与月库存.....	11
图表 10：聚酯累计产量.....	12
图表 11：涤丝库存天数.....	13
图表 12：服装鞋帽、针、纺织品累计同比.....	14
图表 13：服装及衣着附件出口金额累计值.....	14

表格目录

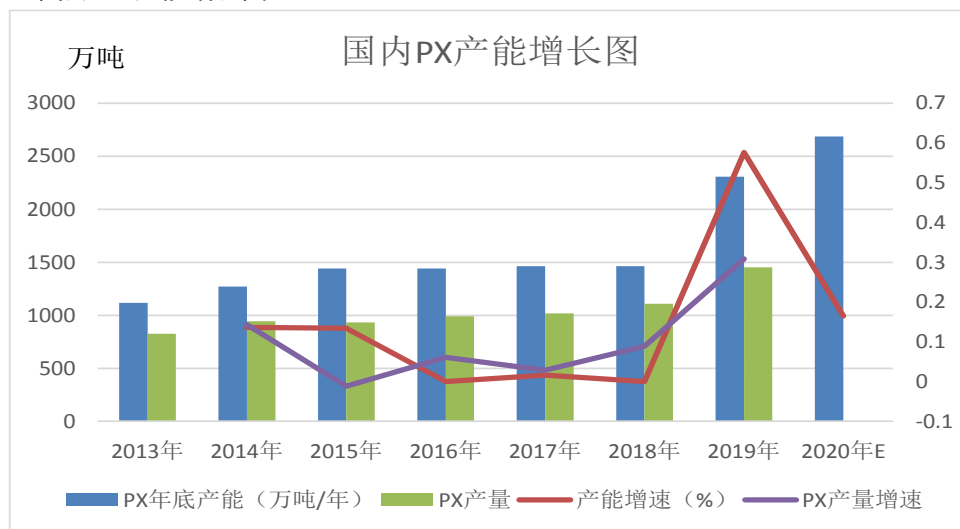
表格 1：PX 投产计划表.....	6
表格 2：2020 年 PTA 投产计划表.....	7
表格 3：2020 年还有投产计划的聚酯产能.....	11

在今年PTA的扩张周期中，新冠疫情的出现、爆发以及缓解可谓给弱势的市场提供了阶段性的操作机会。1-4月份市场的恐慌以及疫情对于需求端的拖累令PTA市场的供需矛盾加剧，各环节均创下了历史低位水平，而随着国内疫情的缓和，下游开工负荷逐步抬升，加上部分资金抄底行为的提振，4月底期价实现小幅反弹，不过依赖出口的纺织终端仍在海外疫情的发酵下表现低迷，5-8月PTA主力期价持续在3600-3900的区间震荡。而PX市场的弱势叠加上游聚酯的挺价，使PTA环节成为整个产业链中利润最为亮眼的一环，年内的平均现货加工费都能达到650元附近。也正是在这样的高利润局面下，二季度集中检修的场景不复存在，更多的厂家选择坚持生产，延后检修时间，以占领市场利润份额。8-9月份的检修也较计划中打折。

由此以来四季度检修的装置增加，不过值得注意的是四季度除了新凤鸣装置的新产能贡献量在10月初之外，12月还有新产能投产预期在，而这些新产能的增加足以抵消原装置检修的损失量，即便出现时间上的错配，四季度末实际产能投产后也会将行情拉回现实。可以说近几个月，由于检修产能的计划陆续释放，缓解了库存继续增加的压力，但一体化装置的投产将会在后陆续实现供应，那么市场的高库存局面是难以有效缓解的。而金九银十之后聚酯乃至下游织造市场能否保持当前偏好的开工负荷是有需要打个问号的，PTA供需矛盾将随着新产能的释放而加剧，在未来加工费不乐观的背景下，PTA厂家继续延迟检修的概率加大，四季度可能是PTA市场从阶段性平衡转入全面过剩的时期。

一、PX弱势难改，或因下游增产加工费小幅改善

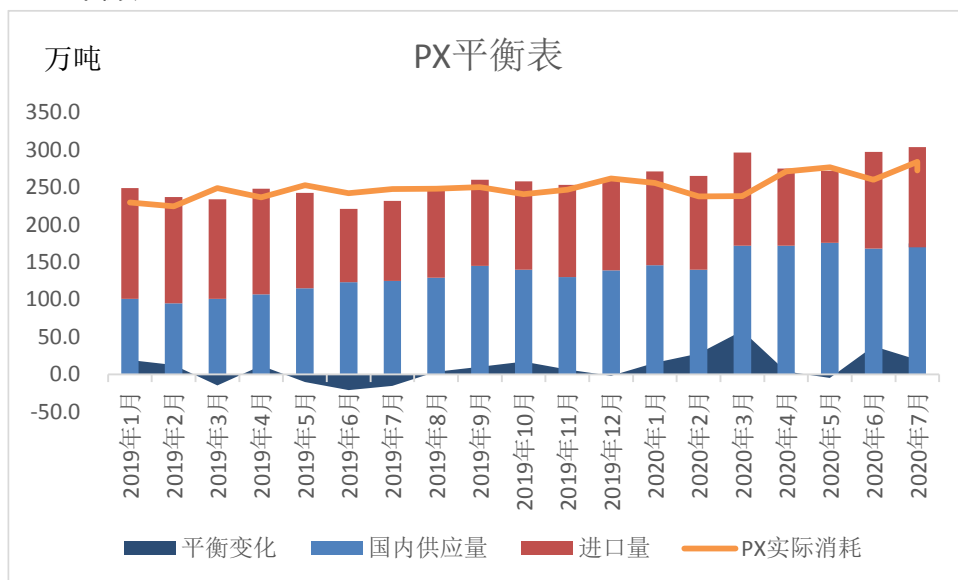
图表 1：国内 PX 产能增长图



图表来源: WIND 弘业金融研究院

去年PX高达57%的产能增速给市场贡献了巨大的供给,不过由于恒逸文莱、浙江石化等是在去年四季度释放的,所以全年实际产量的增速大约31%。今年1月浙江石化二期200万吨投产,近期富海集团也出合格品。1-8月PX国内产量较去年同期增加47.2%,同时进口依存度也降至39.3%,较去年同期下降9.4%。

图表 2: PX 平衡表

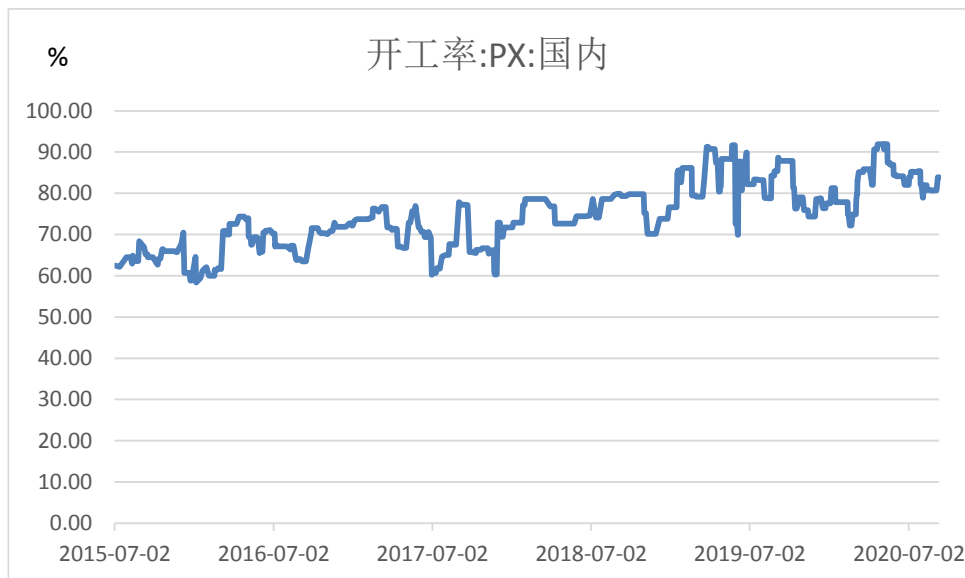


图表来源: 隆众资讯 弘业金融研究院

从PX供需表上看, PX累库主要集中在一季度,近三个月库存再有小幅的增加,月平均累加20万吨,9月来看富海PX已能正常产出,在新凤鸣PTA装置释放前,实际上PX累库节奏依然难改,这也是造成PX偏弱的重要原因。

相对于上半年油价的下跌与反弹, PX在自身供需面偏弱的局面下, 油价下跌加速PX的下行, 而油价的反弹却对市场的支撑力度有限。4月下旬在国际油价创下历史性的低位之后, PX价格也较年初腰斩, 然而近几个月伴随着油价的强势反弹, PX却显得疲弱不堪。PX-石脑油的价差达到130美元/吨附近的低位, 按照这个加工费来看的话, PX生产厂家几乎全部亏损。近两个月以来PX-石脑油价差几乎都在150美元附近波动。

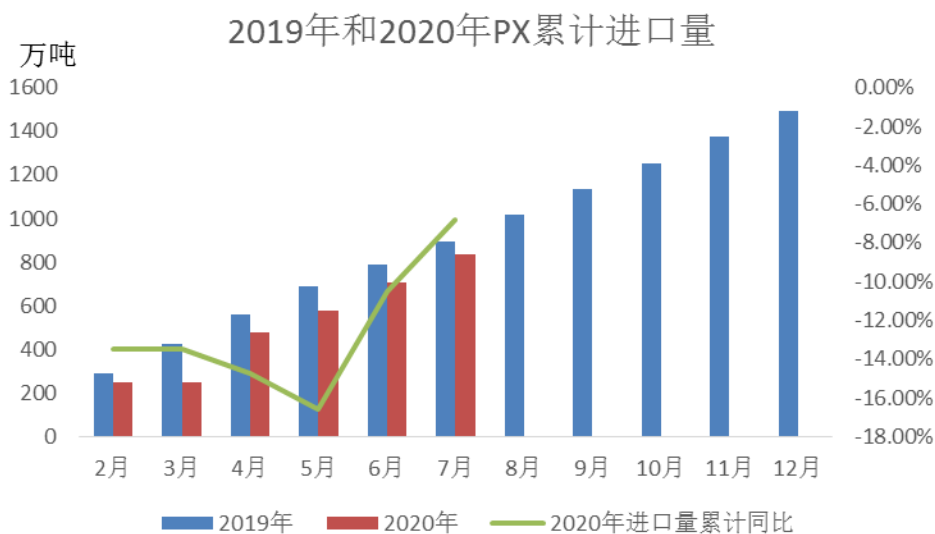
图表 3：国内 PX 开工率



图表来源：WIND 弘业金融研究院

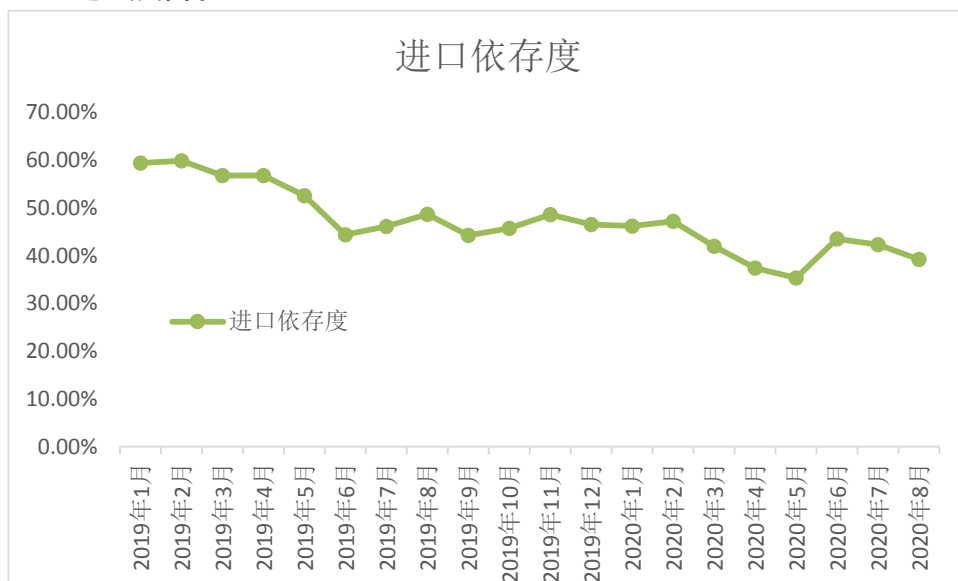
近两年炼化一体化给市场带来了巨大的变化，我们发现2019年以来国内PX装置开工率基本在80%附近的区间，较此前的单体制时代有了很大的提升，即便是在现在生产即亏损的局面下，PX也保持不错的开工率。首先我们知道PX产品几乎全部用于PTA的生产，在销售过程中90%是合约货，这就决定了保持稳定的生产经营对于厂家的稳定的客户源的重要性。另外，在国内目前的PX生产中大多数厂家实现了上游或下游的配套生产。除了中石油、中石化之外，民营大炼化的代表恒力石化、浙石化的产业链更加完善。中金、福海创等配有下游生产，而福佳大化和青岛丽东、中化弘润等均为短流程装置，在低利润甚至亏损状态下整体运行状态不佳，其中中化弘润年内总计生产2个多月，青岛丽东上半年开工负荷一直不高，近期也已停产一个月有余。

图表 4: 2019 和 2020 年 PX 累计进口量



图表来源: WIND 弘业金融研究院

图表 5: PX 进口依存度



图表来源: WIND 弘业金融研究院

国内供给量的提升同时导致进口量的萎缩。2020年1-7月累计进口833.6万吨，较去年同期下降6.8%。近两月的进口再次小幅提升主要是恒力5#装置的释放，以及国内6-7月以来PTA装置的检修推迟。PX与PTA新产能投产时间上的错配令PX的进口量呈现微幅的变动，不过整体PX进口依存度下滑已是确定。

表格 1: PX 投产计划表

	企业名称	新增/扩产产能 (万吨)	投产时间
2019年	恒力石化	450	2019年3月、5月

	彭州石化	10	2019.6
	中化弘润	60	2019年7月
	辽阳石化（扩产）	23	2019年7月
	海南炼化二期	100	2019年9月
	恒逸（文莱）	150	2019年10月
	浙江石化一期	200	2019年12月
	累计	993	
2020年	浙石化二期	200	2020年1月
	富海集团一期	100	2020年三季度
	中化泉州	80	2020年下半年
	累计	380	

图表来源：隆众资讯 弘业金融研究院

四季度整体来看，只剩下中化泉州装置尚未投产，后期投放概率大，依照富海+中化泉州累计180万吨的产能，PTA方面，新凤鸣和百宏两套累计470万吨的新产能计算的话，年底PX供给尚有缺口，加工区间有小幅走高预期，9月以来PX-N加工差已有所改善，后期有望走向170-180美元附近。

二、PTA 新供给仍是焦点，加工费有待压缩

表格 2：2020 年 PTA 投产计划表

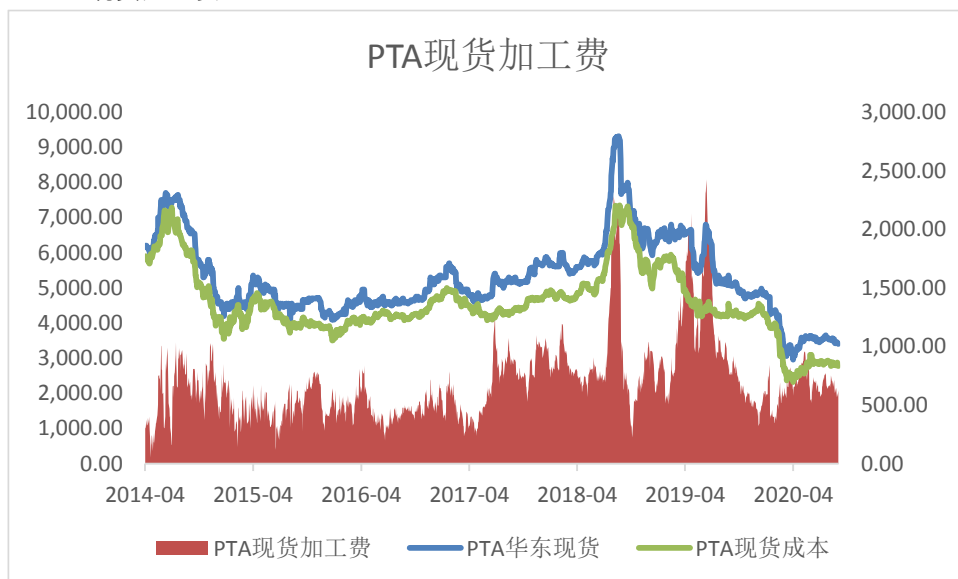
厂家名称	产能（万吨）	地区	投产（计划）时间
新疆中泰昆玉	120	新疆	2020 年 1 月 2 日
恒力石化 4 期	250	大连	2020 年 1 月
恒力石化 5 期	250	大连	2020 年 6 月 30 日
新凤鸣集团 2 期	220	浙江	2020 年 10 月
福建百宏石化	250	福建	2020 年 11 月底
中金石化（荣盛）	330	浙江	2020 年四季度
虹港石化 2 期	220	江苏	2020 年底至 2021 年初
合计	1640		

图表来源：隆众资讯 弘业金融研究院

在去年PX率先高速增长之后，PTA今年也迎来产能投产高峰，年内PTA已有中泰和恒力两套装置纷纷释放，产能累计增加620万吨，10月前后新凤鸣二期有望投产，11-12月福建百宏投产概率最大，就算中金石化和虹港石化推迟至明年年初的话，

2020年年内累计还将再增470万吨产能，如果这些产能都能如期释放，年底PTA产能基数将提升至5989万吨。

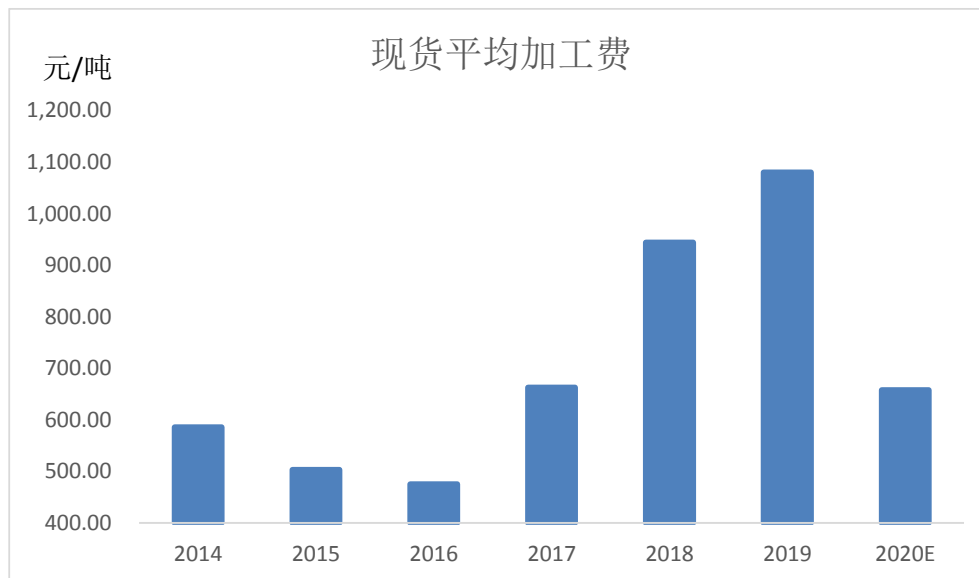
图表 6：PTA 现货加工费



图表来源：WIND 弘业金融研究院

不过PTA产能的提升的同时，PTA加工费仍处于偏好的局面，尤其是在整个产业链中的各个环节来看，今年以来现货平均加工费还有658元/吨，也就是说基本上PTA工厂都处于盈利状态，而近两年投产的一体化装置在成本上面更有优势，利润将更加丰厚。造成PTA独占鳌头的局面原因有二，一方面PX的下跌降低了PTA的原料成本，PX本身的偏弱背景下加工费回落让利下游环节；另一方面聚酯市场在二季度之后新产能纷纷释放，叠加开工负荷的提升，下游景气度的提升也促使了PTA市场高利润的局面。

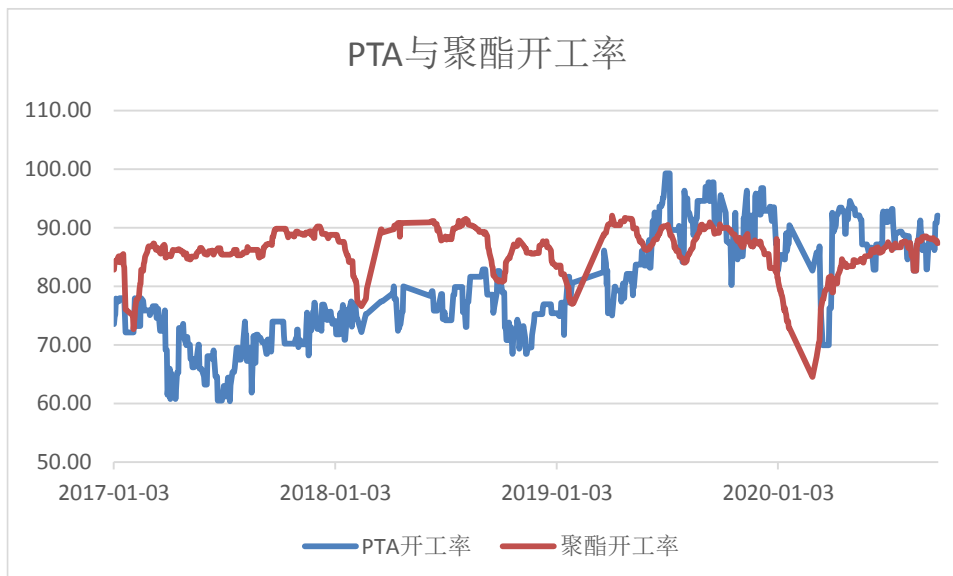
图表 7:2014-2020 年现货平均加工费



图表来源: WIND 弘业金融研究院

其实PTA的加工费高低是相对的局面,相比较2016-2019年来看,PTA年均加工费分别在662、944和1080元/吨,PTA当前的现货加工费水平着实不算高,然而放在今年供应大扩张叠加疫情爆发的大背景下,在整个产业链中,PTA都处于盈利较好的环节,此外,跟前几年有所不同的是,在炼化一体化装置生产下,PTA近年来产能规模不断提升,单套产量的产出从此前的220万吨再次扩大至250万吨甚至更高,在打通上下游环节后,企业的运输、物流等成本得到了极大的控制,先进的一体化装置的固定加工费甚至降为300-400元/吨左右的低位区间,所以600多元的现货加工费对于PTA生产厂家来说,旧装置在完成折旧之后早已实现盈利,而新装置在较低的固定加工成本下依然有着较好的利润。

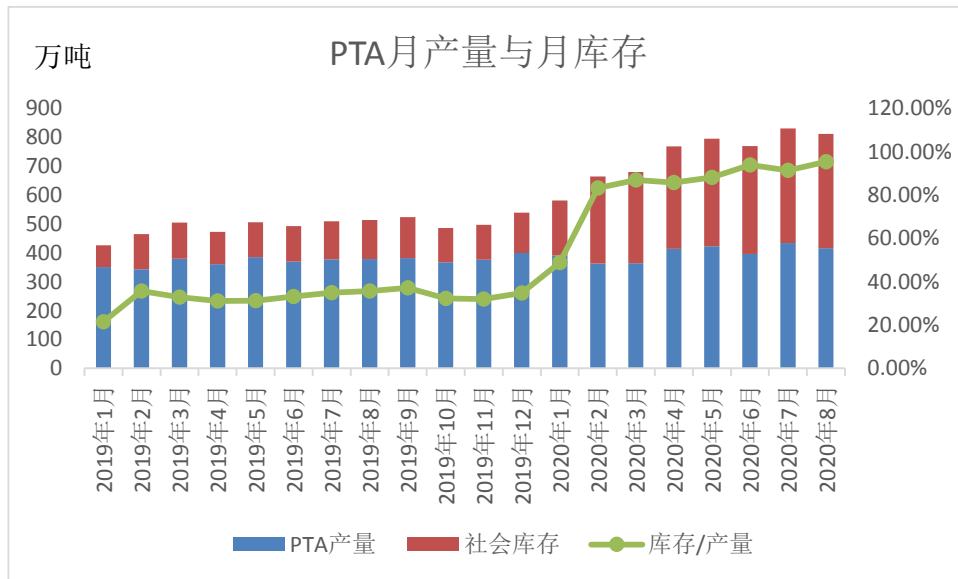
图表 8: PTA 与聚酯开工率



图表来源: WIND 弘业金融研究院

正是在这样高利润的驱使下,PTA检修装置计划不断延后,这一局面在今年的二季度成为普遍现象。由于PTA装置的惯例为每年一次例行检修,多集中在二季度,而今年这种集中检修只出现在计划表中,实际执行却寥寥。在今年供需大变革的背景下,PTA行业的部分小装置停车现象增加。其中蓬威石化、天津石化及汉邦70万吨装置停车时间均超过3个月,累计减少产能相当于一套200万吨左右的装置,除此之外,PTA装置开工率基本在90%以上运行。二季度预期检修的装置虽然有部分推迟到了8-9月,但实际检修也只有宁波台化、三房巷、虹港石化以及扬子石化等150万吨以下的几套装置,逸盛、恒力等累计约2000万吨的装置还在年内存在检修预期。PTA供给扩张下越往后压力越凸显,在这样的背景下,企业加足马力生产以占有当前的利润。我们认为在600附近的加工费水平下,这些装置全部检修的可能不大,而新凤鸣新装置在10月预计出产品,即便年内只有这一套产能形成实际供给,那么四季度PTA供应依然在增加。

图表 9：PTA 月产量与月库存



图表来源：WIND 弘业金融研究院

今年PTA市场的“三高”中，最绕不过去的就是高库存。供给增叠加需求缩，共同造就了PTA行业的高库存局面。依月度数据来看的话，PTA月度库存与月产量占比在2019年多在30%-35%附近，而2020年之后这一比例不断上升，截止到8月底PTA社会库存量甚至接近PTA一个月的产量。这也就是说按照去年供给量来看，PTA相当于多出了一个月的量。不过由于PTA是固体化工，存放条件相对容易，加上今年仓单持续位于高位，期货市场仓单多日持续在100万吨以上，承担了较好的蓄水池作用。

三、聚酯新产能快速增加，奈何终端压力难消除

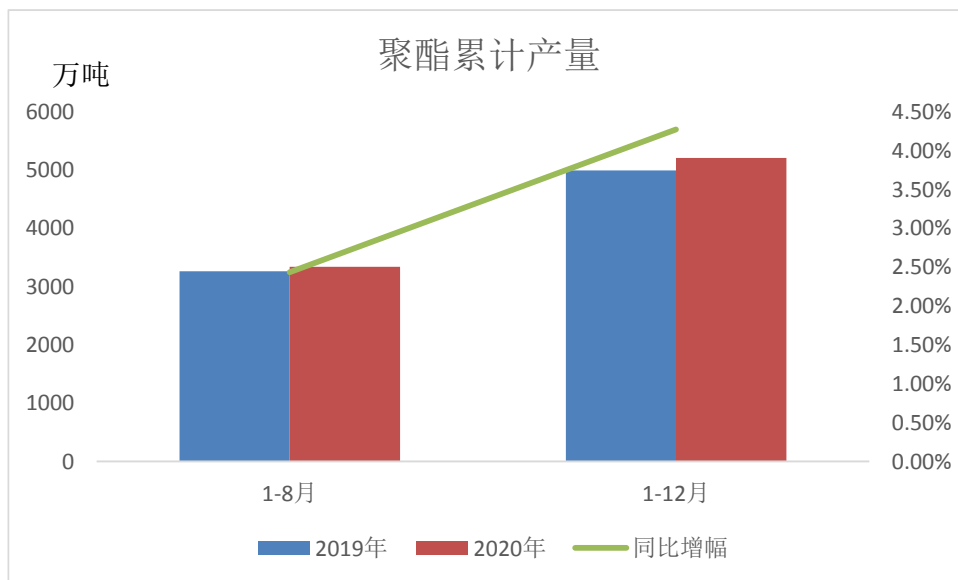
表格 3:2020 年还有投产计划的聚酯产能

企业	装置产能	预计投产时间	配套产品	地点
桐昆恒超	50	预计 9 月	涤纶长丝	桐乡
浙江三维	25	10 月	聚酯切片	台州
新凤鸣中益	30	2020 年下半年	涤纶长丝	嘉兴
福建逸锦	25	2020 年下半年	涤纶长丝	晋江
华西化纤	10	2020 年下半年	涤纶短纤	江阴
恒逸海宁	25	12 月	涤纶长丝	海宁
宿迁逸达	25	2020 年年底或 2021 年	涤纶短纤	宿迁

图表来源：隆众资讯 弘业金融研究院

近年来聚酯的产能增长较为稳定。2020年共有675万吨的产能计划投放，因疫情影响工程进度及心态，一季度计划释放的产能有所推迟，4月之后投产速度加快，目前累计453万吨装置释放。其中龙头企业的投产装置占据了绝大多数，主流大厂投产新装置合计产能达400万吨，占据国内总投产产能的接近9成的水平。年底之前还有累计近200万吨的产能预期释放，主要以长丝为主。不过近期长丝处于亏损局面，不过后期预计投产的长丝分别来自桐昆、新凤鸣、恒逸集团等主流厂家，资金实力雄厚，出现较大推迟的可能不大。

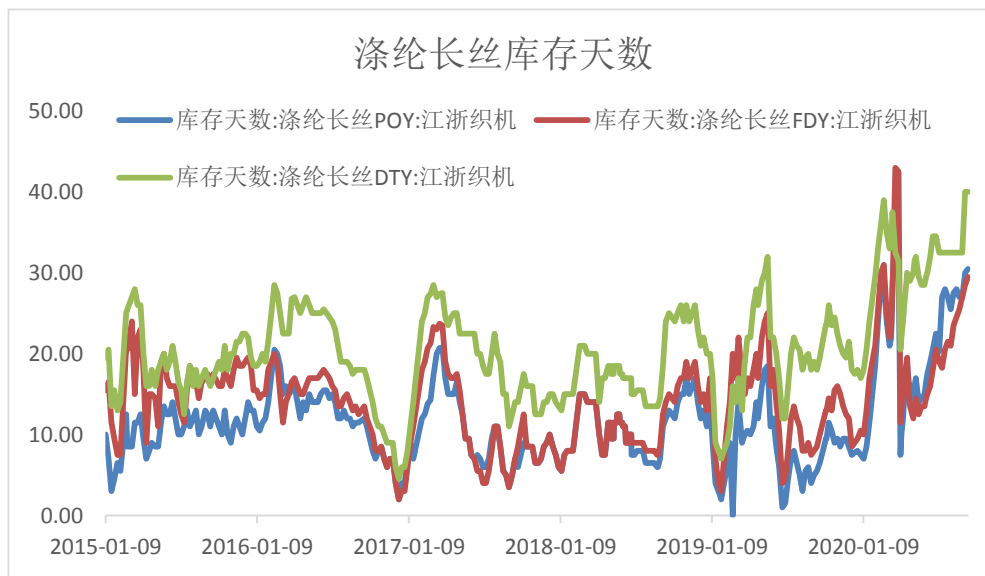
图表 10：聚酯累计产量



图表来源：隆众资讯 弘业金融研究院

受疫情影响，上半年聚酯开工率整体不高（低于85%），尤其是1-3月基本在80%以下。随着国内生产经营活动恢复正常，聚酯开工率逐步抬升至85%-90%。同时，二季度之后新产能加速释放，近一个月聚酯产量大幅攀升。1-7月国内累计聚酯产量首次超过去年同期，这其中主要是产能基数的提升带来的贡献量。按照当前的产能来看，今年的聚酯增速已近7.7%，而1-8月的产量累计同比增长只有2.4%。由于投产的时间节点不同，统一按照产量贡献量为一个月的话，那么大概聚酯产量还将增加10万吨。当前的聚酯产能基数为6342万吨，9月取7、8月均产量，四季度若按照去年同期聚酯平均开工负荷为87%来算，大约生产460万吨/月。那么2020年底聚酯总产量累计约5210万吨，较去年同比增长4.27%。

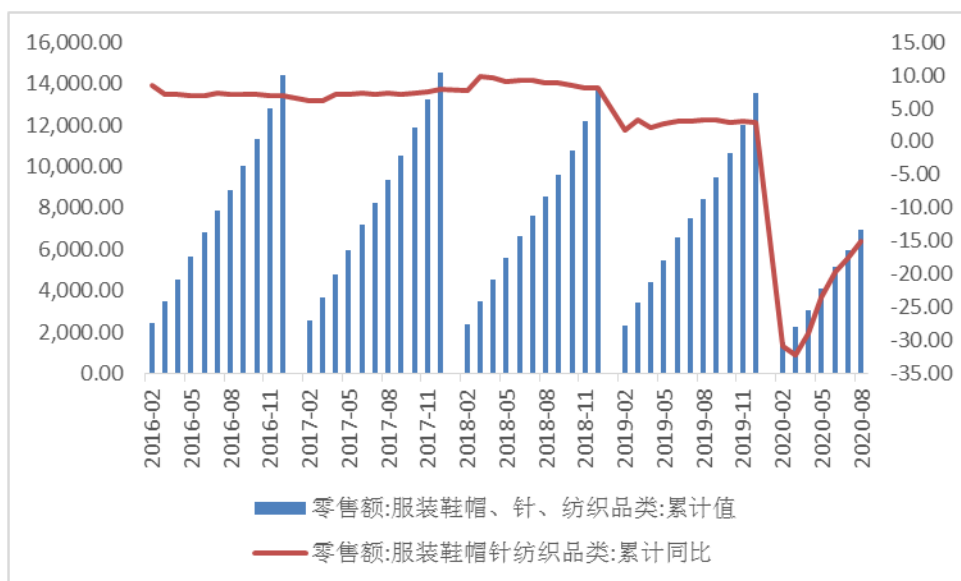
图表 11: 涤丝库存天数



图表来源: WIND 弘业金融研究院

今年 4 月聚酯产业链品种均创下了历史低位。聚酯品种表现尤其弱势。长丝直接面对纺织服装, 受拖累比较严重。各个聚酯产品库存也都处于较高的水平, 今年 4 月份因为油价的带动各品种创下的历史低位, 不少贸易商及下游开始有囤货情绪, 不过因为缺乏实质性需求的推动, 库存压力二次攀升, 截止到 9 月底, 长丝 POY、FDY 与 DTY 库存分别为 30.5 天、29.5 天和 40 天, 其中 DTY 库存都逼近年内高峰, 短纤库存也创下年内新高, 7-8 月是纺织服装传统淡季, 聚酯价格难以提升, 现金流也大幅萎缩。其中长丝各产品陷入全线亏损, 而短纤、瓶片利润虽然不及二季度, 但还处于 200 元以内的盈利空间。目前厂家库存仍在攀高中, 而由于对旺季抱有期待, 虽然当前聚酯产品中长丝仍未走出亏损局面, 但厂家挺价意愿较强, 7 月在涤丝厂家亏损较为严重时, 也只有少数几家中小企业减产停车, 目前亏损局面有所缓解, 加上对旺季刚性需求预期, 聚酯开工负荷料将维持高位概率大。

图表 12:服装鞋帽、针、纺织品类累计同比



图表来源: WIND 弘业金融研究院

当前织造企业坯布库存还在高位,大约 45 天附近,拖累织机开工进一步提升。年内织造企业开工最高在 70%左右便缺乏进一步提升动力。8 月下旬到 10 月是秋季订单的销售时期,今年疫情主要集中在一季度,正是春季服装的销售时期,人们采购受阻必然加重服装的累库,这将加大今年秋季服装的销售压力。2020 年 1-8 月,服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计 6936 亿元,累计同比下滑 15%,下滑幅度较上月继续收窄 2.5%,但累计值不及去年 1-7 月量,也就是说总销售较去年减少 1 个多月量。

图表 13: 服装及衣着附件出口金额累计值



图表来源: WIND 弘业金融研究院

2020年1-8月我国出口纺织纱线、织物及制品1047.98亿美元，同比上涨33.4%，其中部分口罩、防护服等防疫面料包含在内。不过，2020年1-8月我国出口服装及衣着826.09亿美元，同比下降12.9%，与去年同期相差甚远。疫情对终端市场的打击短期难以弥补。随着国外部分地区疫情的缓和，外贸订单有一定的好转，短期在季节性带动下，订单或有增加。不过整体的秋冬订单将远不及去年同期，向好驱动力不足，旺季行情不宜有过高期待。

四、后市展望

成本方面，PX自去年以来步入弱势局面，未来不断增加的新产能令PX的弱势局面难以改变，不过PX与PTA产能投产时间上的错配或将PX低加工费格局有所改善，四季度PX加工费或有所上移。需求方面，金九银十的传统旺季令聚酯厂家怀有期待，然而实际上旺季的表现差强人意，与6、7月淡季相比虽有好转，但明显不及往年同期。终端需求承压仍较为严重，国内外市场的转好步伐较为缓慢，当期库存消耗仍难以保证，坯布存量库存依然在高位水平。聚酯产销的不佳令行业库存不断累加，在长丝普遍亏损的局面下，开工负荷和新投装置都将受到一定影响，后期需求难以进一步提升。

PTA市场来看，四季度投产的预期临近，即便还有不少大装置年内还未检修，但在600附近的加工费水平下，厂家集中检修的可能有限，而检修产能造成的产能损失难抵新投产产能，未来供给端压力将愈加明显。四季度的新装置就算推迟投放，对PTA的供给压制不断，我们认为四季度或成为供需矛盾进一步恶化的转折点。PTA仍然是逢高做空的思路。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。