

特殊周期下的 石化-化纤产业链展望

陈阵

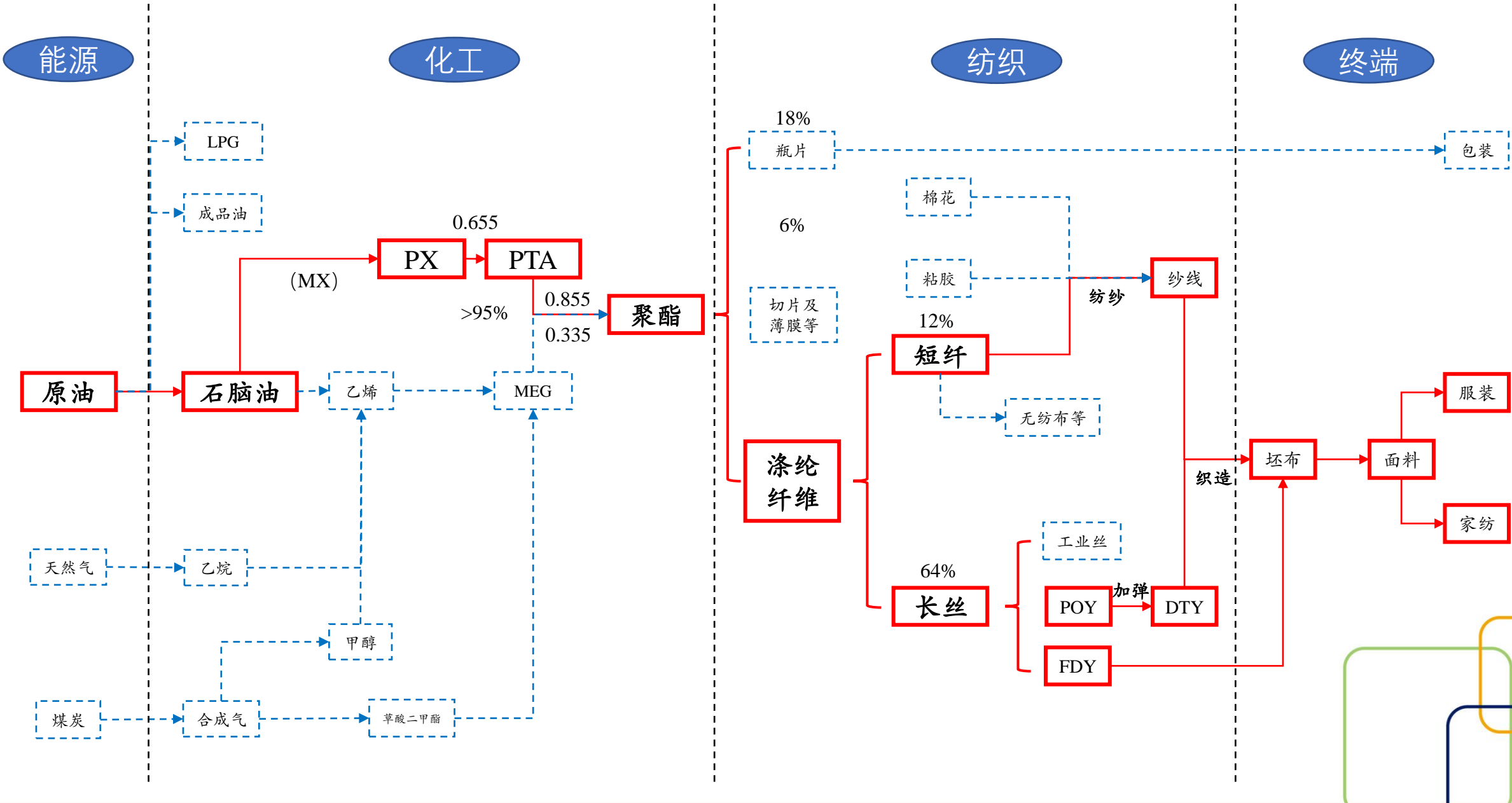
中粮期货研究院 化工研究员

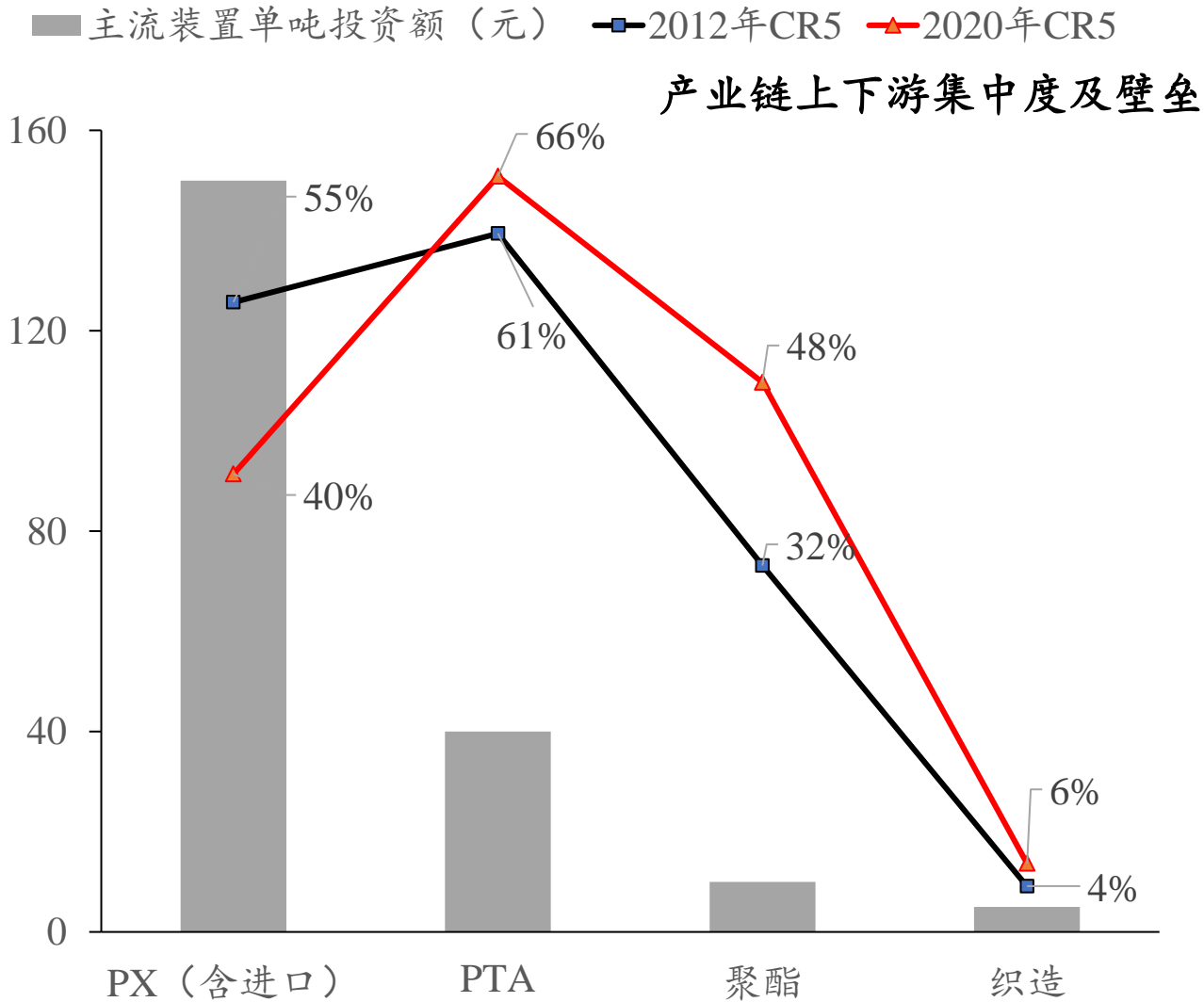
010-59137335

chenzhen1@cofco.com

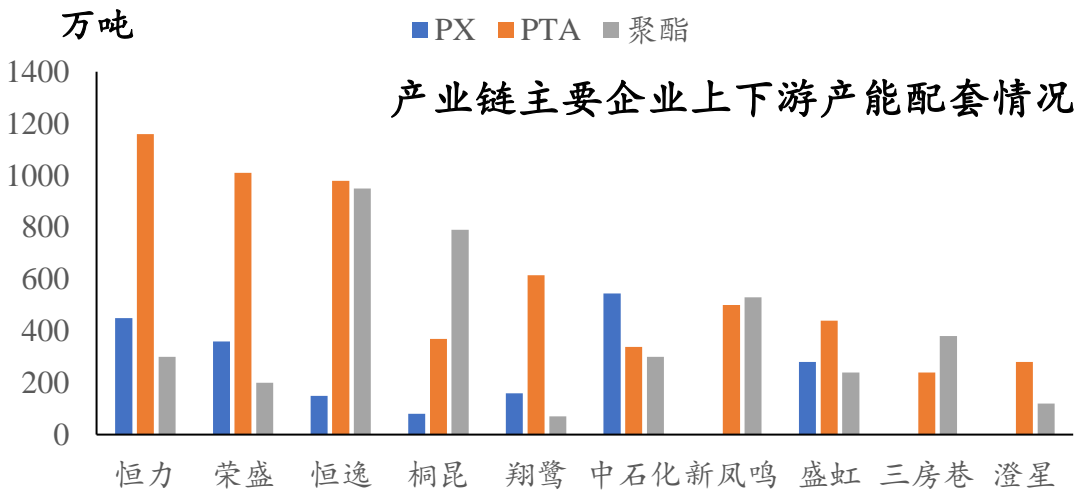


产业链全景



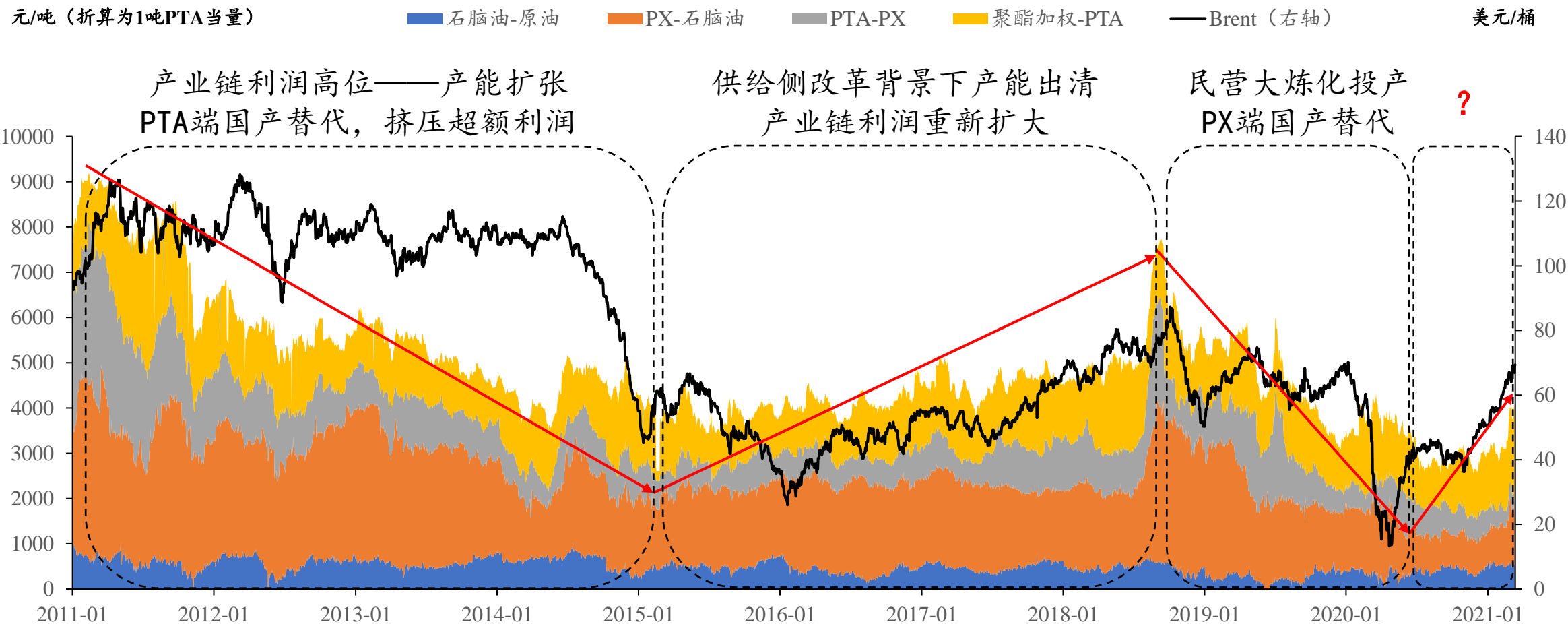


- 传统加工业，利润率低，产品高度同质化，依赖规模效应
- 上游重资产，进入壁垒高，产业集中度高，议价权大
- 民营纺织企业自下而上扩张，逐步实现原料供应的国产替代
- 上下游一体化趋势

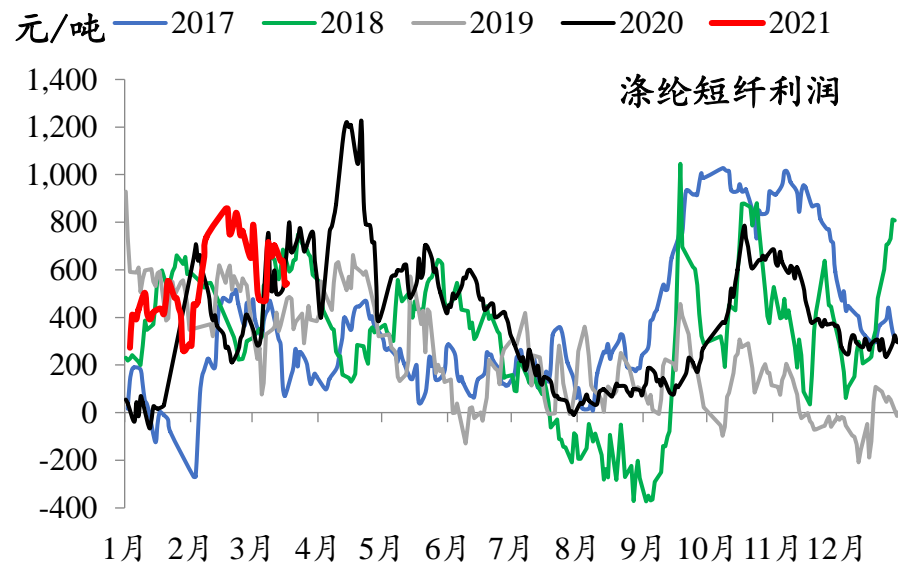
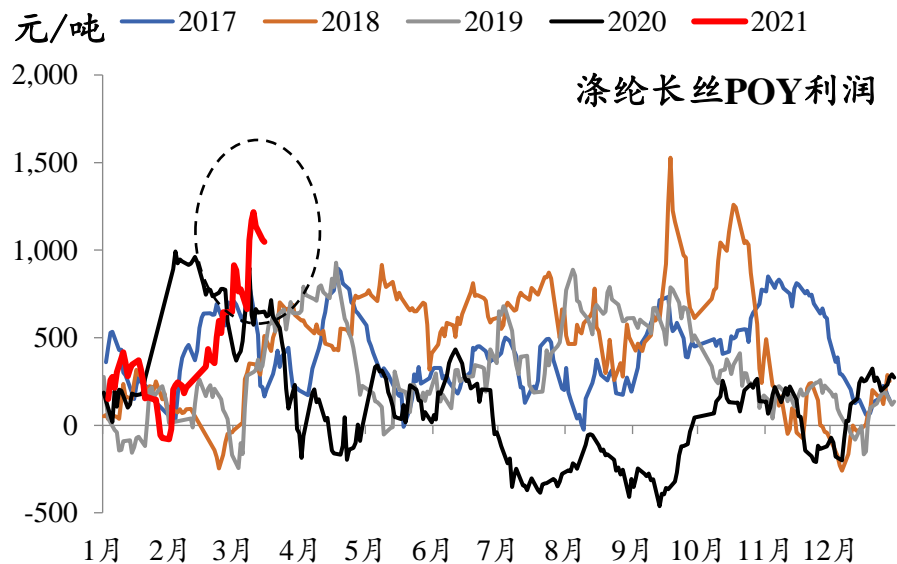
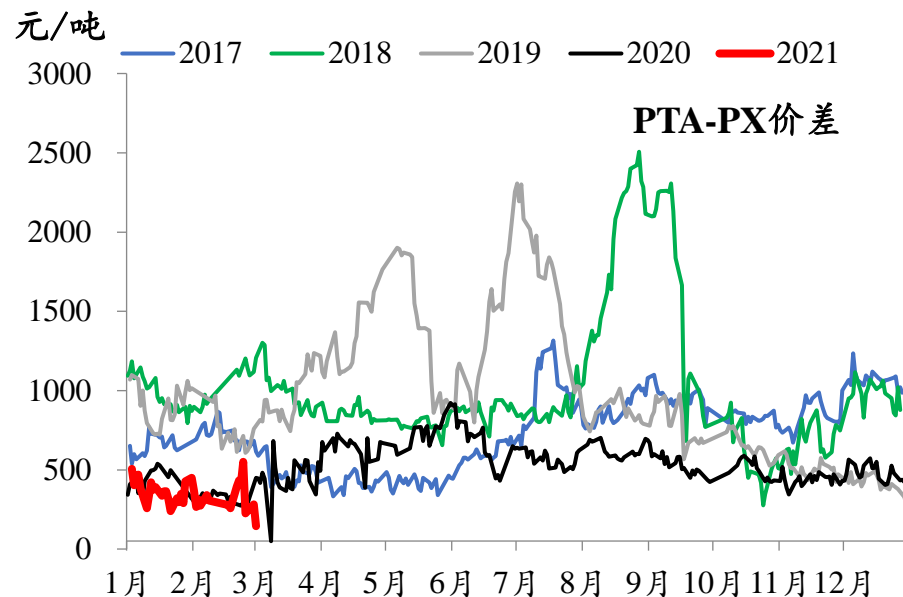
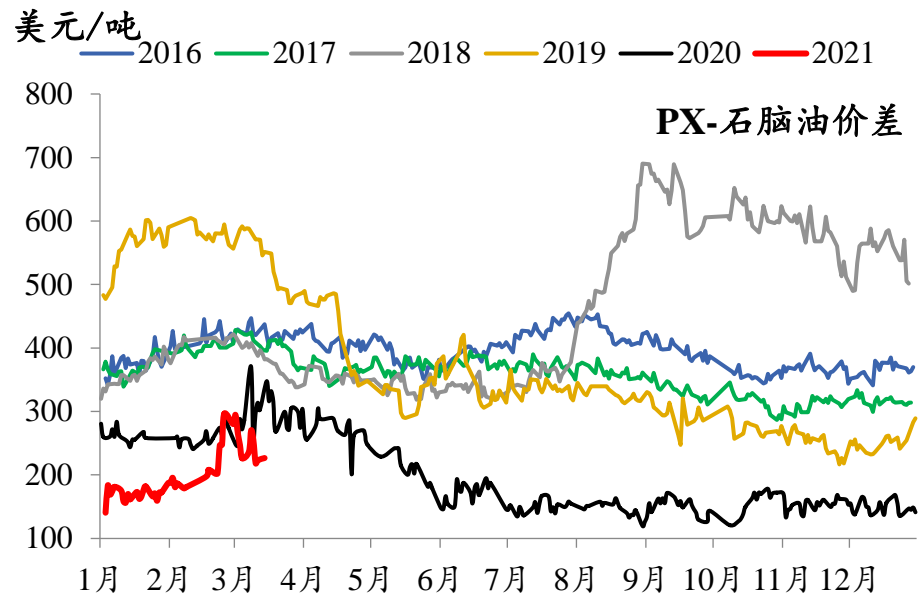


产业周期：下游需求复苏 VS 上游扩张持续

- 宏观周期决定利润总量变化
- 各环节之间利润分布由各自基本面决定



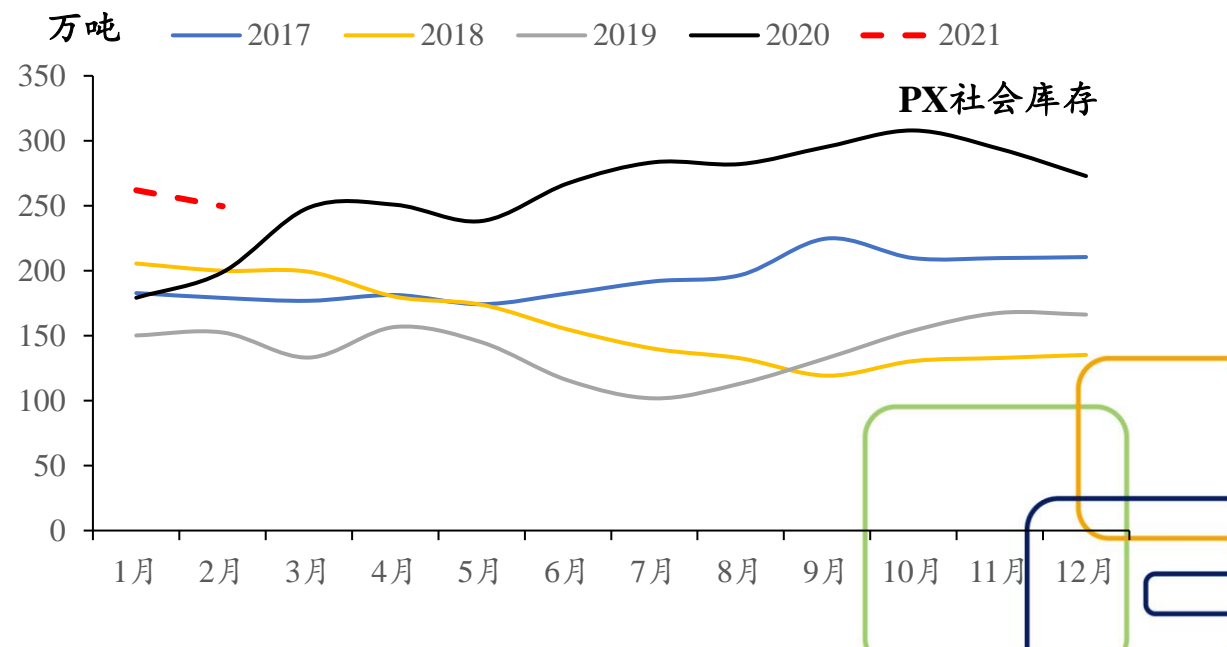
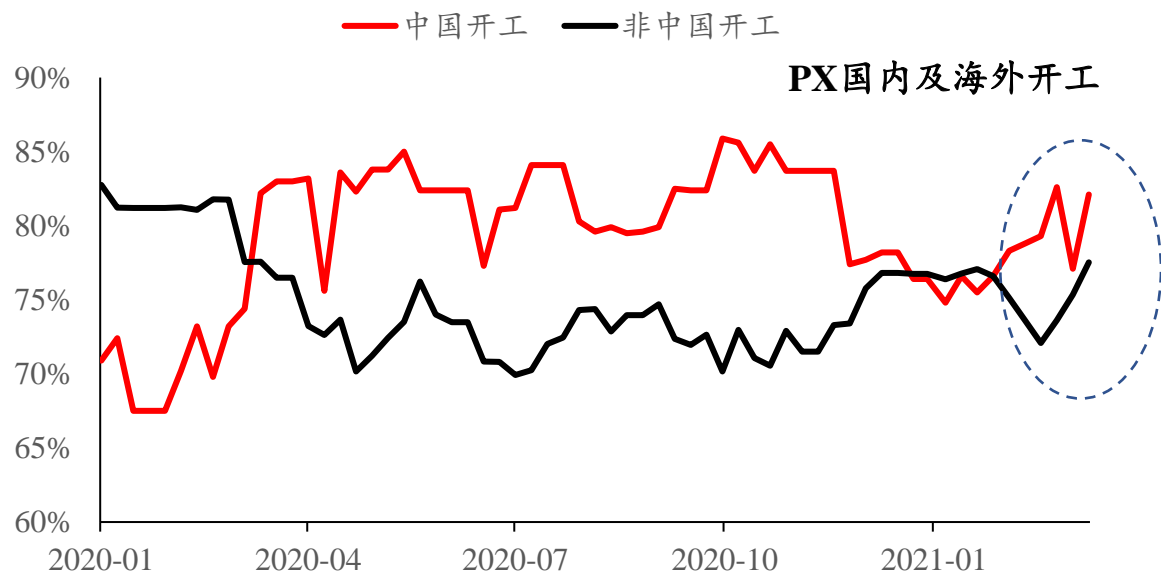
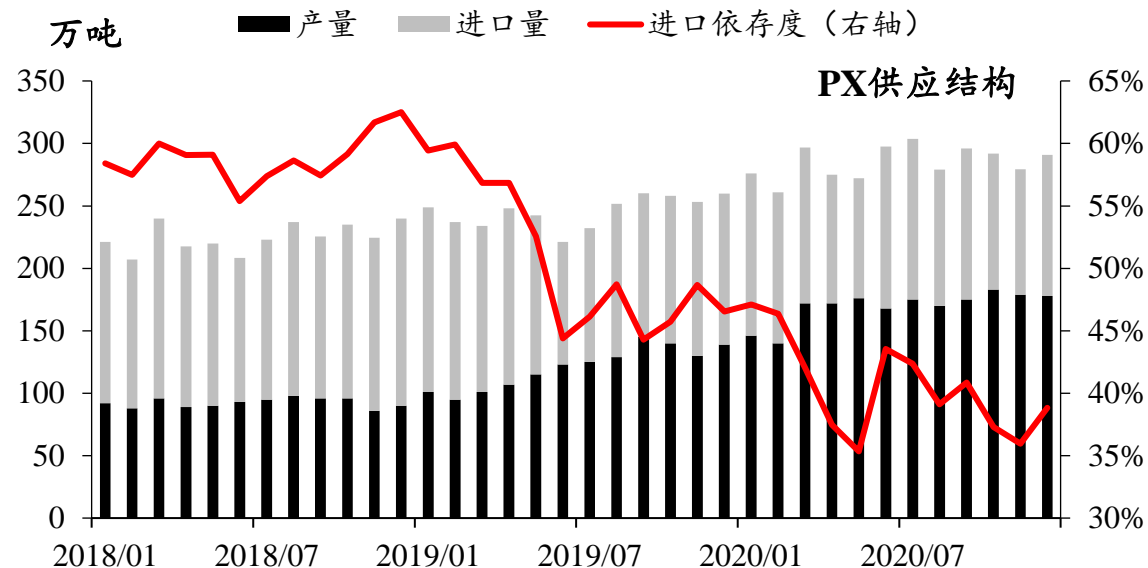
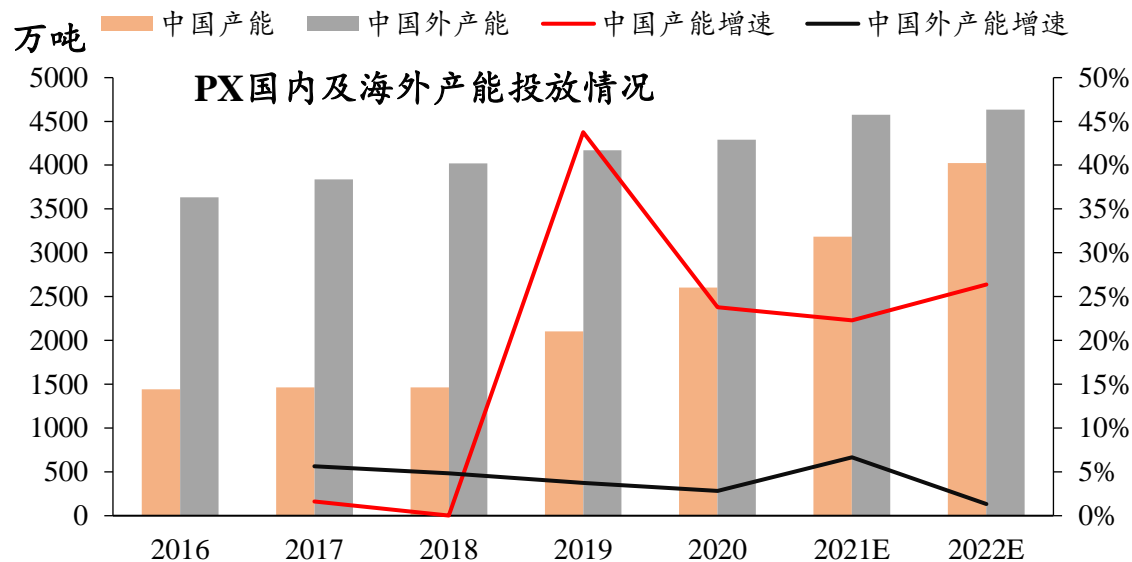
利润：下高上低格局将如何演变？



上游利润修复？

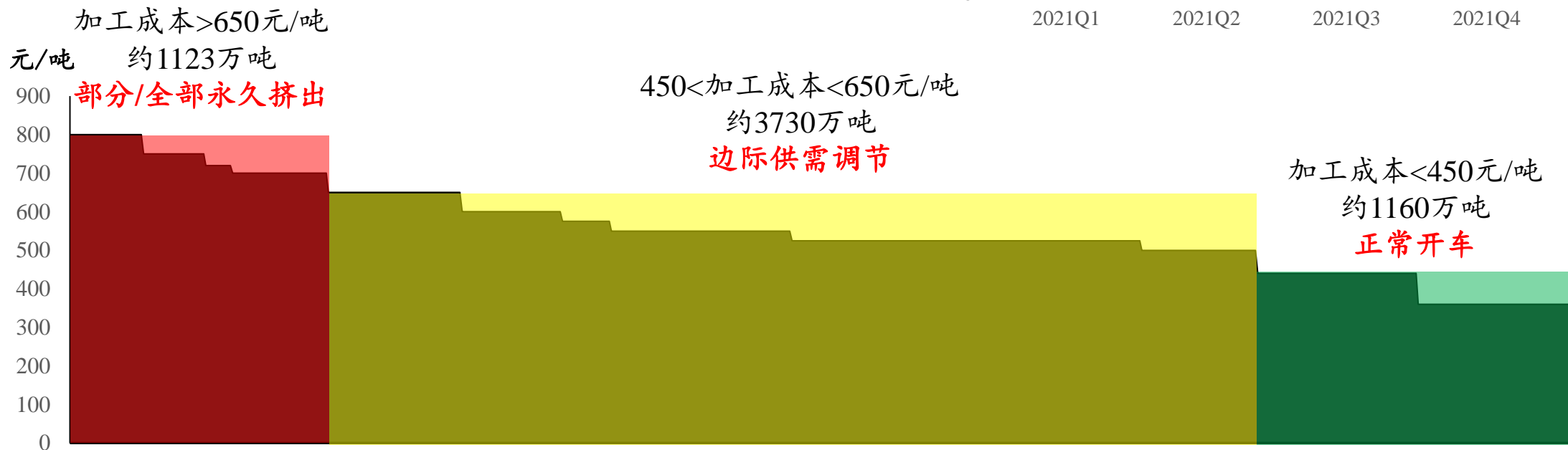
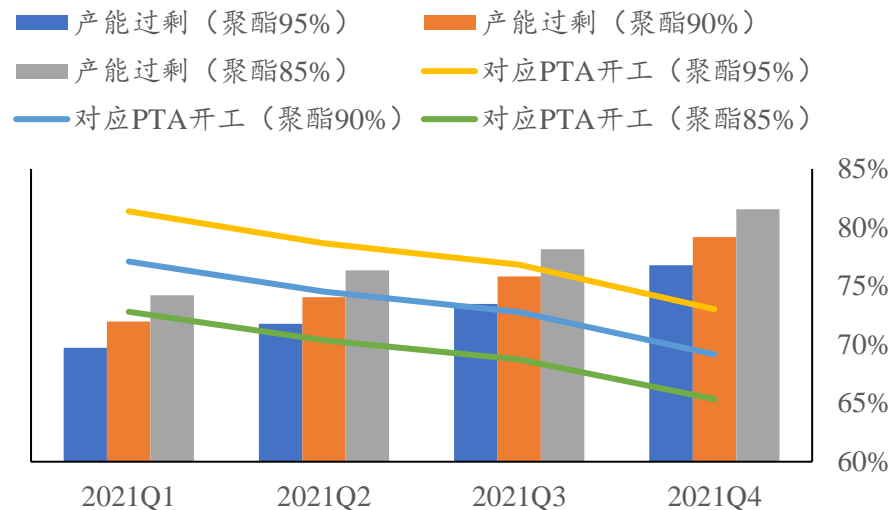
下游利润回吐？

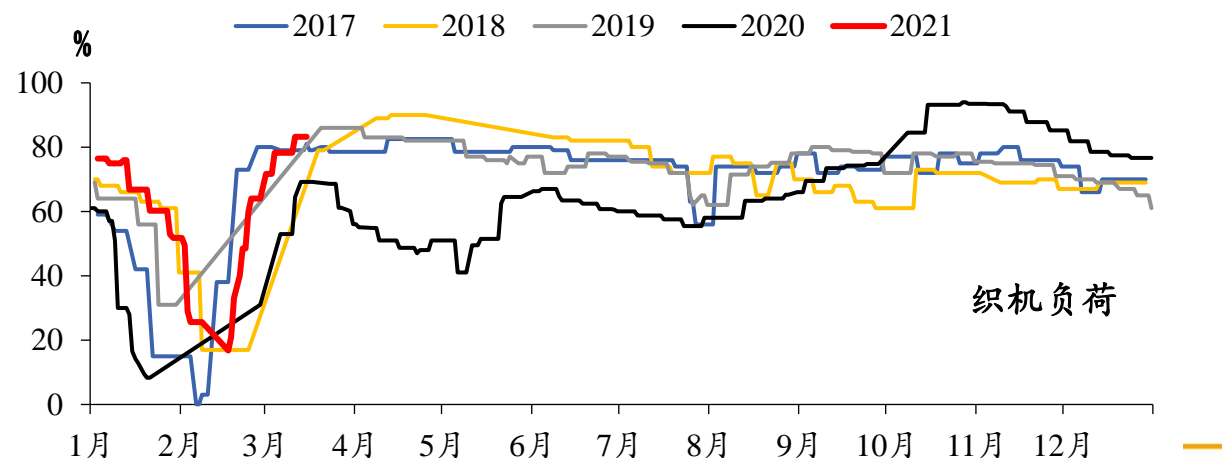
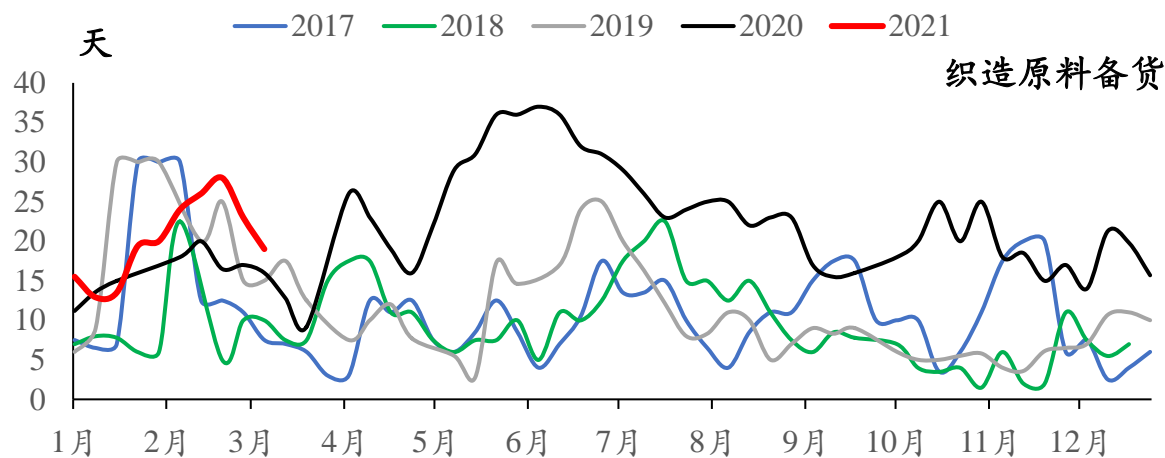
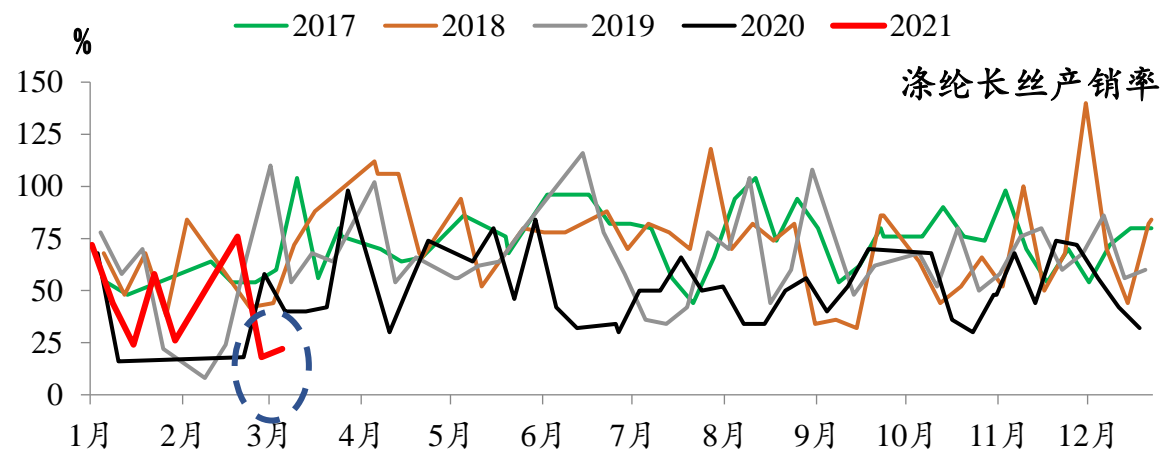
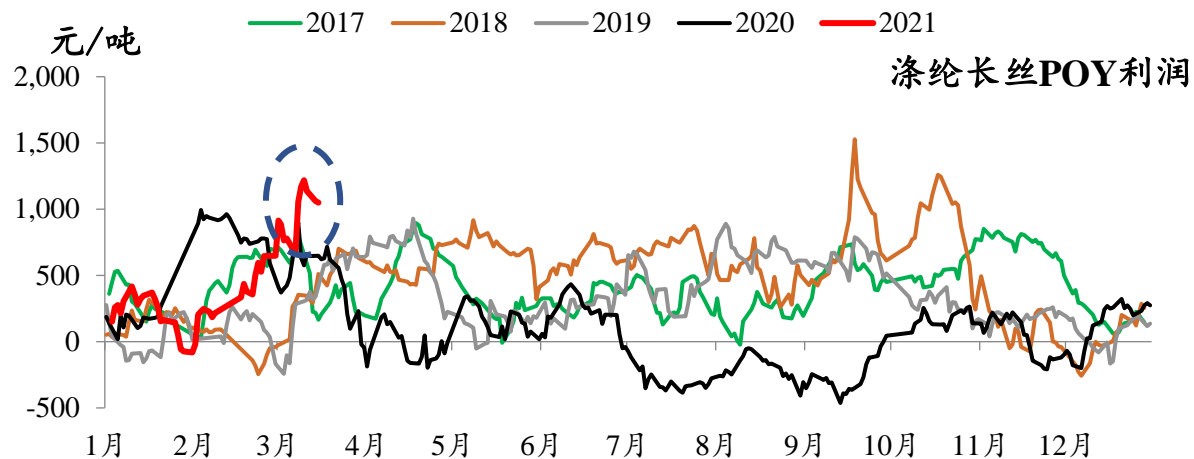
PX：进口威胁持续 利润修复空间有限



PTA：上下游博弈下灵活的挤出策略

- 技术迭代快，成本结构相对复杂
- 2020-2021投产规模最大，过剩严重
- 新产能投放对应老旧产能的替代过程
- 部分一体化企业倾向于压缩PTA利润而扩大聚酯利润





- 短期演变途径：上游低价出货 or 下游高价买货？
- 织造原料备货并不显著高于历史水平，在织机负荷偏高的情况下，随着低价原料耗竭，下游继续挺着不买的难度较大。

- 复苏背景下聚酯产业链将维持景气周期，而总体供需格局良好的聚酯端将在利润分配中占据优势
- 利润区间：
 - 聚酯：短期高位利润或有所回调，但总体高位预期维持，利润中枢接近或达到2018年水平
 - PTA：长期加工费修复预期，上边际400-600附近
 - PX：加工费宽幅震荡，中枢200-230美元附近
- 商品策略：
 - PTA：多配思路，PTA-PX价差300元附近，或原油企稳后布局多单
 - 涤纶短纤：总体偏多，但价格波动较大，逢低做多[PF, TA]价差为主
- 预期偏差：需求不及预期

