

# 上下游矛盾加剧，供给端收缩加快

能源化工·专题报告

2022年5月26日 星期四

## 观点

1. 原油延续偏强震荡，而终端需求疲弱；
2. PTA 供给端受到物流以及加工费影响，非一体化装置检修密集；
3. 我们预计短期内聚酯延续震荡走势。

国贸期货·研究院

能源化工研究中心

陈胜

从业资格证号：F3066728

投资咨询证号：Z0017251

## 核心逻辑

- 1、美国汽柴油需求旺盛，支撑原油价格强势运行；
- 2、非一体化的 PTA 装置面临集中检修，供给收缩；
3. 受到加工费与物流等多方面因素的影响，PTA 工厂的开工率下滑；
4. 部分工厂控制现货流通，市场现货较为紧张，盘面仓单数量较低；
5. 终端停工严重，下游开工率难以提升，聚酯负荷临近高点；

风险提示：俄乌爆发大规模战争；美联储加息、缩表节奏不及预期；美国经济出现衰退等等。

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

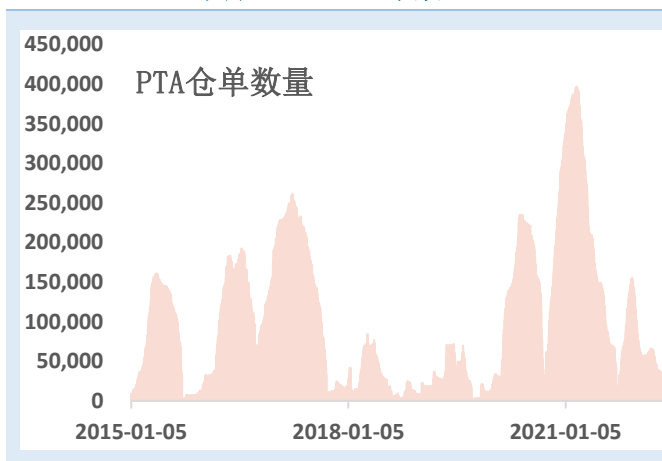
## 一、PTA 低仓单与低加工费

### 1.1 低仓单

PTA 仓单持续去化，并且剩余仓单所对应的现货在市场中流通性较差，PTA 现货加工费维持高基差，75-80 的基差使得市场的仓单没有明显的增加的契机。与此同时，PTA 的利润被 PX 蚕食，PTA 的加工费持续低于 250 元/吨。低利润导致市场中的单套装置由于长时间亏损而停产。

随着雨水季节的到来，部分船运 PX 的生产企业出现 PX 流通的困难，码头货运紧张导致 PX 运船出现排期滞后的情况，这导致 PTA 工厂的实际开工处于低位。PTA 单套装置的检修将在近期出现超预期，并且这部分工厂已经在市场中出售 PX 的长协。

图表 1: PTA 仓单数量



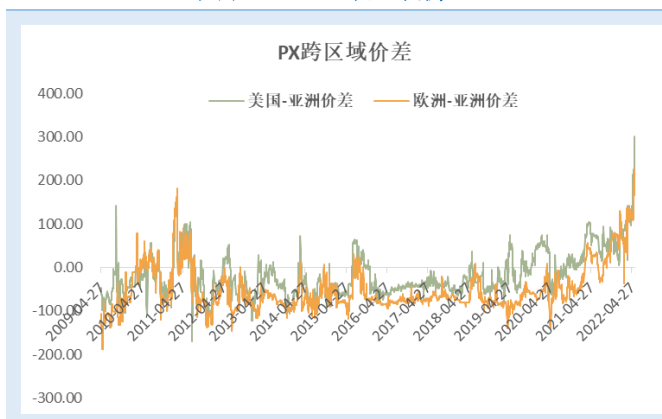
图表 2: PTA 加工费



数据来源: Wind

市场炒作 PX 已经告一段落，之前由于部分工厂 PTA 停产，将剩余 PX 长协向外转口销售，近期又有江浙地区的 PTA 工厂销售长协，但整体而言市场 PX 需求相对稳定，转口 PX 难以大规模增加。

图表 3: PX 跨区域价差



图表 4: PX 产业链利润划分

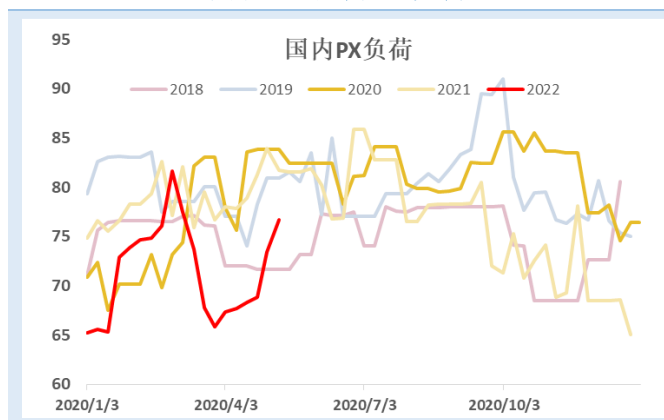
14:15:35	May brer 11.28		大概估价								
25-May	MOPJ	PX	PXN	SPD	PTA Fut RMB	PK/PTA 加工费	Nap/P TA	Tax=0.656	离岸 RMB/US	PTA Cost	Crks
May-22	875.80	1309.00	433.20	24.00							
Jun-22	874.80	1285.00	410.20	22.00	6774	279	2352	0.7561	6.6852	6495	-12.97
Jul-22	872.55	1263.00	390.95	23.00	6756	372	2348	0.7561	6.6852	6384	-10.68
Aug-22	866.55	1240.00	373.45	23.00							-9.05
Sep-22	860.80	1217.00	356.20	26.00	6680	514	2319	0.7561	6.7010	6166	-7.78
Oct-22	853.05	1191.00	337.95	26.00							-6.90
Nov-22	844.80	1165.00	320.20	26.00	6528	624	2247	0.7561	6.7020	5904	-6.25
Dec-22	836.30	1139.00	302.70	6.00							-5.61
Jan-23	826.55	1133.00	306.45	8.00	6352	611	2164	0.7561	6.7020	5741	-5.55
Feb-23	816.05	1125.00	308.95	10.00							-5.50
Mar-23	805.30	1115.00	309.70	10.00							-5.68
Apr-23	794.80	1105.00	310.20	10.00							-5.93
May-23	784.55	1095.00	310.45	10.00							-6
	MOPJ	PX	PXN	SPD							
Q3-2022	866.47	1240.00	373.53	75.00							
Q4-2022	844.72	1165.00	320.28	40.67							
Q1-2023	815.97	1124.33	308.36	29.33							
Q2-2023	784.63	1095.00	310.37	29.33							
Q3-2023	760.88	1070.00	309.12								
Q4-2023	742.80	1050.00	307.20								

数据来源: Wind

考量美国-亚洲 PX 价差, 当前价差已经达到 290 美金, 远高于正常 100 美金的套利空间, 但是由于海运成本的大幅上升, 市场的跨区套利成本也大幅抬升。并且由于美国 PX 的需求量相对稳定, 在国内 PX 转口贸易增加的情况下, 市场的跨区套利价差将可能逐步回归。目前跨区域高价差存在的重要原因也在于当前运船难找, 贸易流通性受到较大阻碍。

国内 PX 负荷回升速度较快, 在 PXN 的价差达到 380 美金的高加工费之下, PX 由于利润因素而考虑的停车情况已经不存在。更多关注在炼化一体化的背景下, 汽柴油是否由于利润或是胀库而导致炼厂整体负荷下滑而影响 PX 装置的开工。随着浙石化 PX 负荷的提升, 预计市场的 PX 紧张会得到缓解。

图表 5: 国内 PX 负荷



图表 6: PX-石脑油

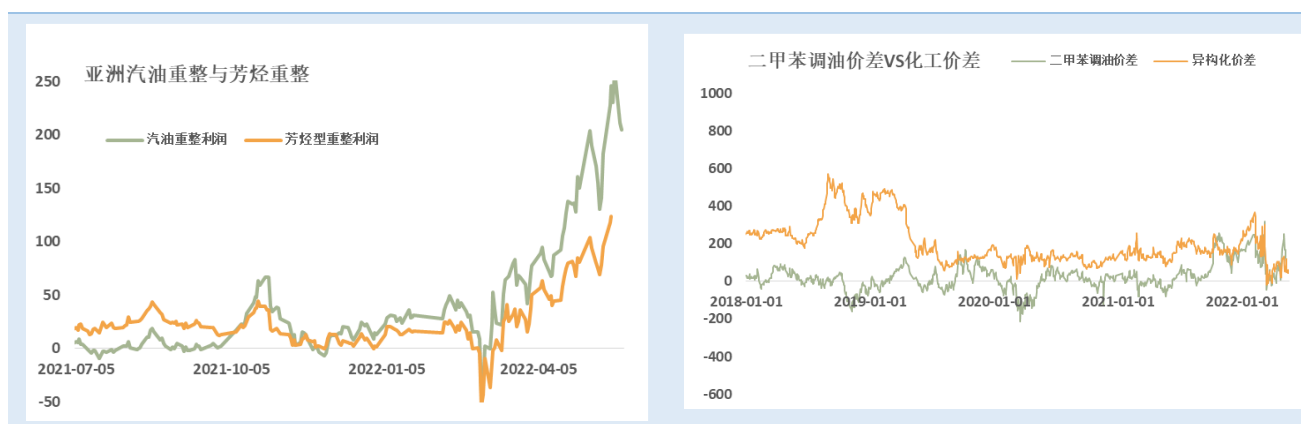


数据来源: Wind

目前汽油重整的利润整体好于芳烃重整的利润, 在逻辑上, 芳烃调油的需求应出现增加, 降低企业芳烃生产的原料供给, 这种利润的增加实际来自于汽柴油旺盛的需求。从二甲苯调油与异构化的图表可以看出, 二甲苯调油的经济性已经逐步优于异构化的经济性。但由于其他高辛烷值调油组分的存在, 生产企业并不会简单地仅考虑二甲苯和甲苯的调油经济性。

图表 7: 亚洲汽油重整与芳烃重整

图表 8: 二甲苯调油价差

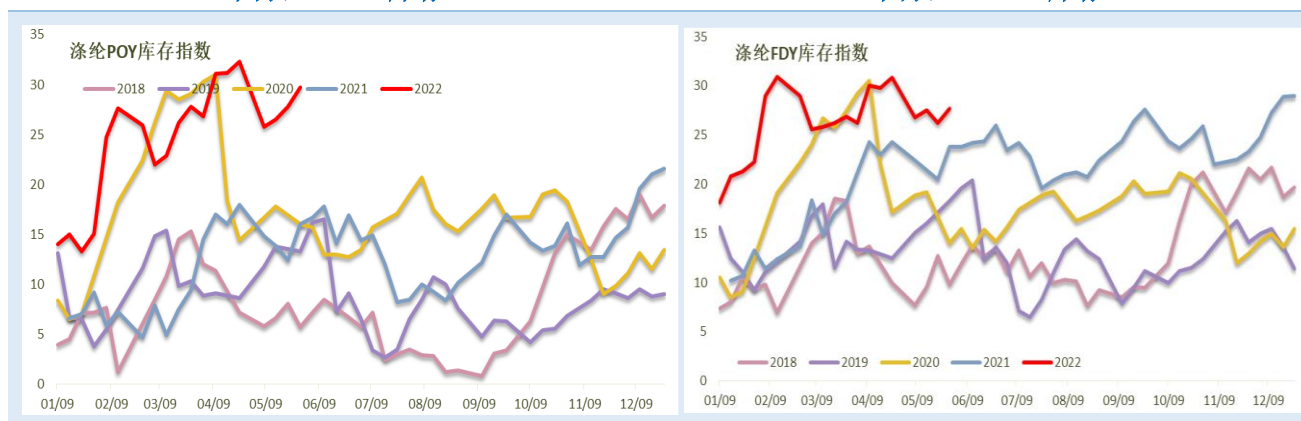


数据来源: Wind

从PX 负荷的提升也可以看出, 影响二甲苯调油需求的因素是多方面的。

图表 9: POY 库存

图表 10: FDY 库存



数据来源: Wind

下游面临的情况则与上游完全相反。

下游在高库存之下, 已经开始考虑对库存进行保值的问题, 市场中已经有大量的生产企业寻求与期现公司合作进行套保。这部分套保盘是盘面上行的最大阻力。在高库存的背景下, 聚酯企业担忧库存贬值, 市场上行承压较大。

终端受到疫情等多方面的影响, 开工率下滑明显, 由于终端的停工, 聚酯企业生产负荷难以提升, 并且进入夏季, 市场订单逐步转弱, 聚酯工厂的库存预计将维持高位。

市场的核心依然是关注供给端的变化, 在 PTA 非一体化装置大量停产的情况下, 市场的基差走强, 现货的高基差主要集中于贸易商之间, 而工厂对于当前基差的买货尚有抵触。市场面临的是 PX 逐步宽松, PTA 现货相对紧张的环境。预计 PTA 随原油延续震荡。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎