

2021

期货市场年度投资报告

INVESTMENT REPORT OF FUTURES MARKET 2021

聚酯产业链（PTA/MEG/PF）

品种年报——聚酯产业链

产能投放周期 vs 宏观利好的底部博弈

郑邮飞

能源化工分析师

投资咨询号: Z0010566

Zhengyoufei11@163.com

产业投研部

电话: (022) 58298788

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编: 300042

内容摘要

- 后疫情时代终端存补库需求
- 明年聚酯需求看好
- PTA 供需过剩但成本推动重心上移
- MEG 供需矛盾依存, 关注结构性机会
- 短纤供需结构健康, 偏多配置

核心观点

在宏观放水, 大通胀的背景下, 聚酯产业链又恰逢产能投放周期, 原则上产业要服从金融, 产业的利空已经限制了其涨幅远小于其他供需健康的化工品。但从绝对价格上看, 可能是成本推动型的重心上移。

需求方面: 明年聚酯需求总体看好, 不过要关注欧美疫情改善情况, 后疫情周期的补库行情值得关注。

PTA: 供需过剩仍是主要矛盾, 产业与金融博弈仍将进行, 可能出现双赢的格局。PX 加工差存扩张动能, 原油等成本的上升或推动价格重心提升。

MEG: 产能过剩仍是主基调, 不过由于 MEG 仍有一定的进口依存度, 进口的不确定性以及低利润导致煤化工检修的不确定性增加了 MEG 的波动幅度, 仍有阶段性机会值得把握。成本的上涨(煤/油)亦提升其价格重心。

短纤: 供需格局相对健康, 如果需求爆发或有好的表现。不过难长期脱离聚酯整体景气度单独出现暴利。

策略: PTA/MEG 成本推动型的绝对价格重心上移, 配置上偏空配。

PF 多配, 关注需求回升时的正套机会。

风险: 疫情大规模蔓延, 疫苗迟缓, 需求复苏乏力。

目录

1. 行情回顾.....	3
1.1 疫情的影响是贯穿 2020 年商品波动的主线-“宅经济”中终端消费欠佳.....	3
2. 疫情主导需求，关注内外补库行为.....	4
2.1 内需基本恢复正常，明年终端或开启新一轮补库.....	4
2.2 出口陆续恢复，需要关注疫情缓解后的外围补库行为.....	5
2.3 聚酯产能/产量增长尚可，景气度或有回升.....	7
3. PTA：成本推动型重心上移.....	8
3.1 供需过剩矛盾依存，加工费难有大扩张.....	8
3.2 PX 加工差压缩有限，存在扩张的动能.....	9
3.3 金融与产业的对峙.....	10
4. MEG 仍将在过剩泥潭中挣扎.....	11
4.1 产能过剩仍是主基调.....	11
4.2 平衡表中国产供给与进口量的 PK，关注边际产能煤化工开工，关注阶段性机会.....	12
5. 短纤—供需结构相对健康.....	14
5.1 2021 年产能增长前少后多，交割品压力不大.....	14
5.2 景气度较好，等待需求驱动的行市.....	15
5.3 仍然要关注原生切片再生纺的问题.....	16
5.4 短纤仍存一定的替代需求.....	17
6. 总结与展望.....	18
免责声明.....	0

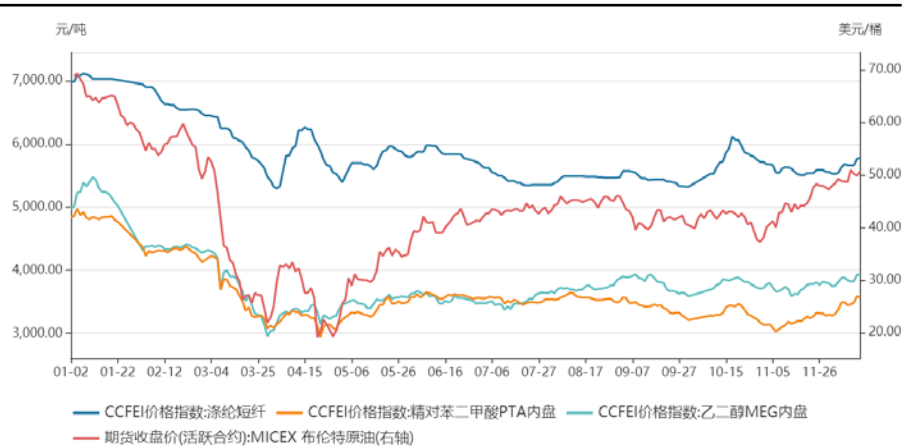
1. 行情回顾

1.1 疫情的影响是贯穿 2020 年商品波动的主线-“宅经济”中终端消费欠佳

疫情的影响是贯穿 2020 年商品波动的主线。先是需求停滞叠加恐慌情绪导致的大跌，随后是中国疫情好转生产率先恢复而国外生产受限但需求扩张导致国内化工需求旺盛，同时疫苗导致的经济恢复预期导致国内资产价格上涨。但疫情影响的结构性需求中相较于其他“宅经济”需求品来说，服装需求相对较弱，导致聚酯反弹幅度要弱于其他化工品。具体来看：

节后受国内疫情爆发影响，需求停滞，原油下跌，恐慌情绪蔓延，聚酯链商品出现大幅下跌；4 月底随着原油反弹聚酯出现一定程度的反弹，当然短纤在 4 月份由于口罩概念的炒作导致 4 月有过一波较大的涨幅，但随后迅速回落。5-6 月份后尽管国内疫情得到一定控制，但欧美疫情导致外单受阻，纺织服装出口依然负增长，导致聚酯产业链价格再次走弱。3 季度国内商品氛围较好，带动聚酯价格，PTA 由于新投产产能释放价格震荡偏弱，EG 供给端亏损减产表现为去库，价格震荡偏强。短纤总体震荡。4 季度原油上涨，PTA 金融抄底力量较大，虽然累库但被盘面锁住，导致价格低位回升，EG 由于进口偏少亦出现震荡略偏强的走势，短纤在 10 月上市后由于期现商进入短期承接了不少货源叠加十一后的一波内外需补库订单，导致短纤出现一波不错的行情，但随后又回归基本面价格回落。

图 1：PTA/MEG/短纤价格走势（叠加 BRENT）



资料来源：Wind，一德产业投研

2. 疫情主导需求，关注内外补库行为

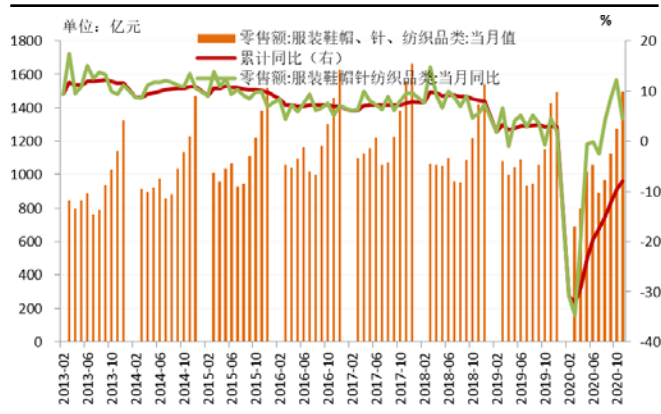
2.1 内需基本恢复正常，明年终端或开启新一轮补库

今年疫情对于国内 2-3 月的消费打击巨大，不过由于国内疫情控制得力，消费短暂见底后迅速回升，11 月份的社零同比数据以及恢复到 5% 的水平，与疫情前的差距进一步缩小。另一方面，我们看到服装零售数据已经基本恢复到疫情的水平。

从终端纺织服装的存货来看，一般一年到一年半一个周期，最近的一波补库周期从 19 年年中开始，到 2020 年初进入去库周期，预计 2021 年上半年见底，随后或开启新一轮补库周期。而每一轮补库周期中我们也能看到聚酯利润的相应扩张。

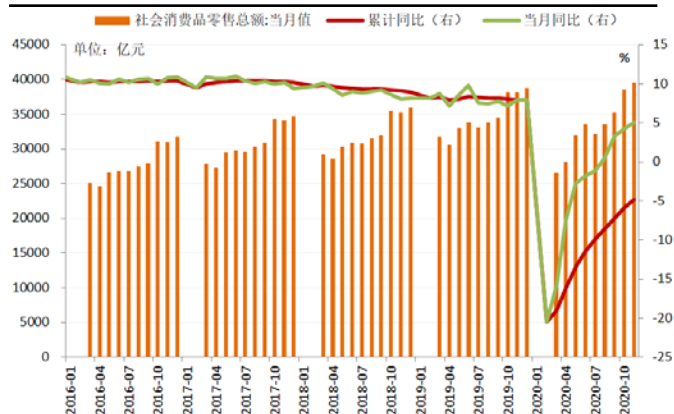
另一个角度看，当前纺织业利润总额同比水平恢复迅猛，甚至略超近几年，而纺织业投资水平与利润密切相关，随着纺织业的利润回暖，我们也能看到终端纺织业投资的进一步恢复与增长。

图 2：服装零售额同比走势



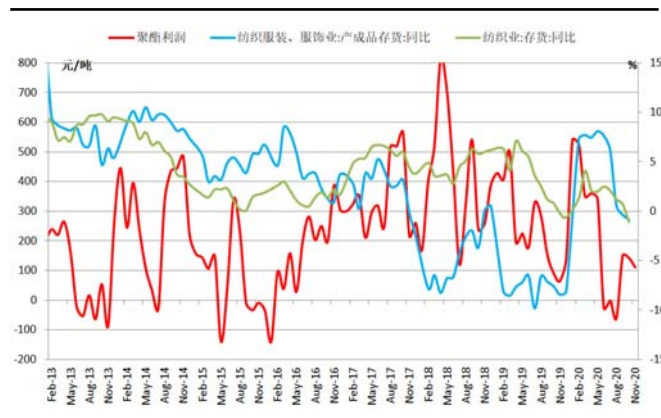
资料来源：Wind，一德产业投研

图 3：社会零售品消费总额



资料来源：Wind，一德产业投研

图 4：纺织服装今年去库明显



资料来源：Wind，一德产业投研

图 5：纺织业固定资产投资额与纺织业利润走势



资料来源：Wind，一德产业投研

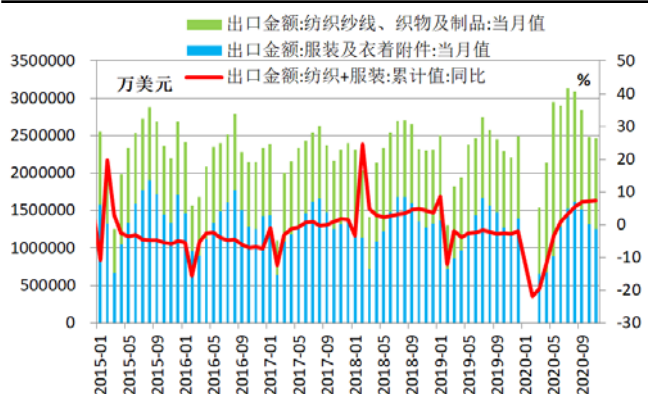
2.2 出口陆续恢复，需要关注疫情缓解后的外围补库行为

外需看，尽管纺织+服装的数据看起来恢复不错，但拆分来看主要是纺织品出口销量暴增，源于国外对防疫物资进口的大幅需求。

近期数据来看，服装出口基本恢复，1-11 月份累计出口同比下降程度缩小至-7.2%。11 月份服装出口同比数据为 3.6%。

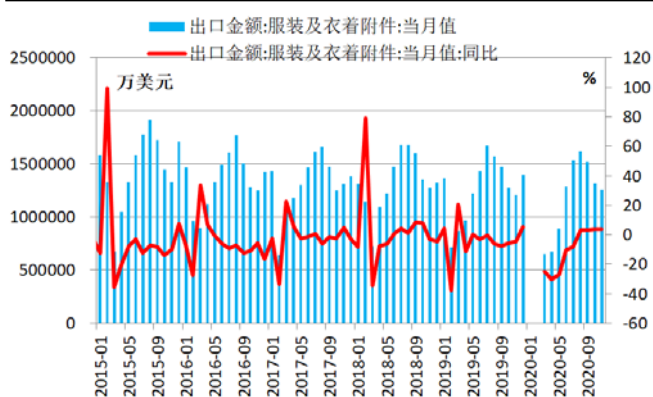
在国外疫情对其产出限制大于消费，从美国 ISM 制造业 PMI 看，新订单指数在恢复，代表需求较好，而生产商的自由库存没有增长，客户库存出现下降，表示需求大于供给，社会库存下降。美国联储制造业产成品库存指数亦处于下降趋势亦可以表征这一点。同时当前美国进口亦在逐步恢复中，未来如果疫苗普及，经济活动恢复正常，将增强这一补库行为。

图 6: 纺织+服装出口



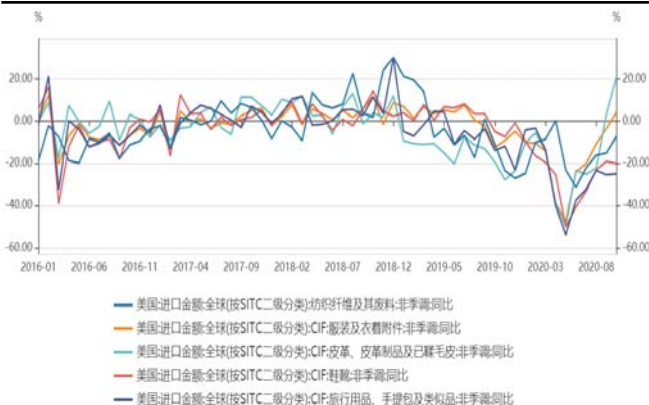
资料来源: Wind, 一德产业投行

图 8: 服装出口



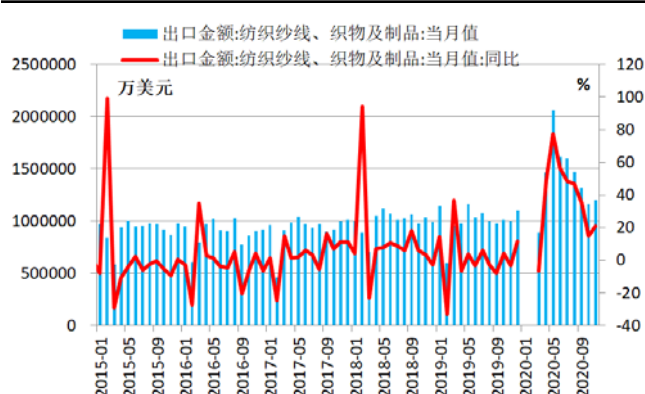
资料来源: Wind, 一德产业投行

图 10: 美国进口逐步恢复



资料来源: Wind, 一德产业投行

图 7: 纺织出口



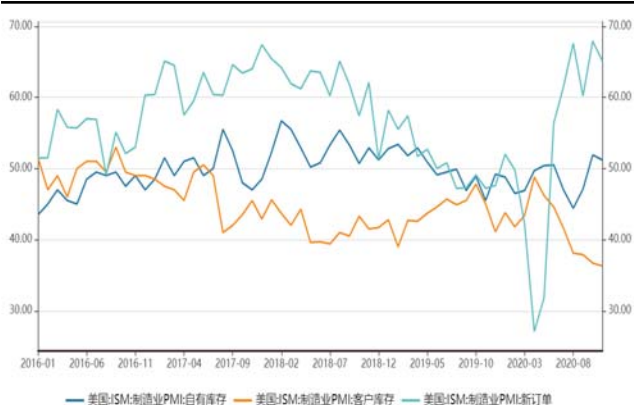
资料来源: Wind, 一德产业投行

图 9: 全球新冠病例新增情况



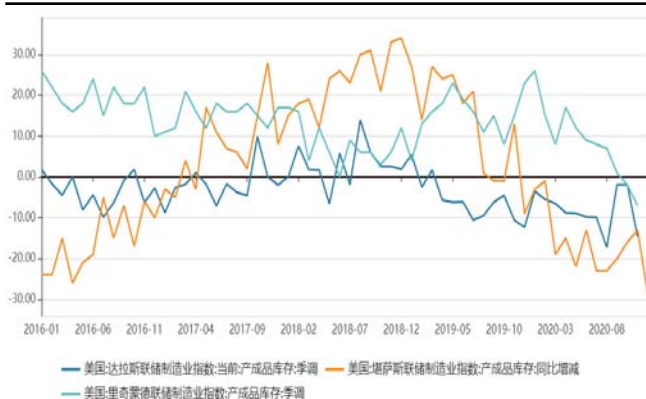
资料来源: Wind, 一德产业投行

图 11: 美国制造业新订单与库存



资料来源: Wind, 一德产业投行

图 12：美国产成品库存下滑中



资料来源：Wind，一德产业投研

2.3 聚酯产能/产量增长尚可，景气度或有回升

聚酯方面，2020 年产能投放依然不少，初步统计有 553 万吨，产能增速 8.81% 左右，增速仍算是比较高的。2021 年预计产能投放 550 万吨，产能增速在 8.72%。

产量方面看，2020 聚酯产量累计 5248 万吨，累计同比增长 4.88%，相对偏低的原因主要是 2-3 月份疫情影响下聚酯产量大幅萎缩，但 5 月份开始聚酯产量已经逐步回归至正常水平，随后聚酯开工一直处于相对高位。2021 年基于对终端相对乐观的态度，我们预计聚酯开工仍将维持相对高位，预计全年聚酯产量 5837 万吨，同比增长 11.23%。

基于上节对内外补库的预判，一般补库周期对应聚酯景气度的回升，预计明年聚酯景气度或有一定的回升。

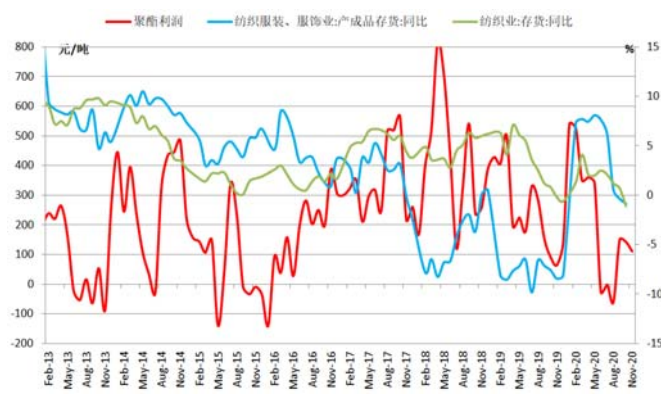
表 1：聚酯产量预计

235.00	262.00	245.00	294.00	266.00	-9.52%	320.00	20.30%	365.00	14.06%	381.00	4.38%	386.00	1.31%	58%	6320	463.47	21.64%
232.00	227.00	215.00	236.00	234.00	-0.85%	285.00	21.79%	301.00	5.61%	331.00	9.97%	284.00	-14.20%	84%	6320	442.40	33.66%
224.00	265.00	272.00	288.00	309.00	7.29%	336.00	8.74%	372.00	10.71%	426.00	14.52%	390.00	-8.45%	58%	6320	463.47	8.79%
220.50	258.00	283.00	313.00	320.00	2.24%	334.00	4.38%	384.00	14.97%	425.00	10.68%	424.00	-0.24%	90%	6370	477.75	12.41%
230.00	283.00	305.00	325.00	333.00	2.46%	341.00	2.40%	406.00	19.06%	430.00	5.91%	458.00	6.51%	90%	6420	481.50	11.98%
235.00	277.00	272.00	295.00	316.00	7.12%	337	6.85%	399.00	18.40%	419.00	5.01%	454.00	8.35%	90%	6470	485.25	15.81%
244.00	283.00	266.00	291.00	325.00	11.68%	334	8.92%	411.00	16.10%	428.00	4.14%	474.00	10.75%	91%	6520	494.43	15.52%
253.00	272.00	255.00	288.00	303.00	5.21%	355	17.16%	410.00	15.49%	428.00	4.39%	476.00	11.21%	91%	6570	498.23	16.41%
260.00	264.00	260.00	301.00	284.00	-5.65%	349	22.89%	366.00	4.87%	431.00	17.76%	470.00	9.05%	91%	6620	502.02	16.48%
256.00	264.00	286.00	303.00	325.00	7.26%	372	14.46%	372.00	0.00%	446.00	19.89%	480.00	7.62%	91%	6670	505.81	13.41%
252.00	253.00	292.00	291.00	318.00	9.28%	360	13.21%	386.00	7.22%	427.00	10.62%	472.00	10.54%	91%	6720	509.60	19.34%
260.00	262.00	300.00	298.00	326.00	9.49%	367	12.58%	401.00	9.26%	432.00	7.73%	480	11.11%	91%	6770	513.39	18.84%
宝瓶	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年							
产量	2907.50	3170.00	3351.00	3523.00	3659.00	4110.00	4573	5004	5248	5837							
产能增速	9.03%	2.56%	8.37%	3.86%	12.33%	11.22%	9.42%	4.88%	11.23%								
产能增速	15.63%	10.95%	7.62%	2.20%	1.55%	4.69%	14.10%	6.48%	8.18%	8.72%							

表 2：2021 年聚酯计划新投产产能列表

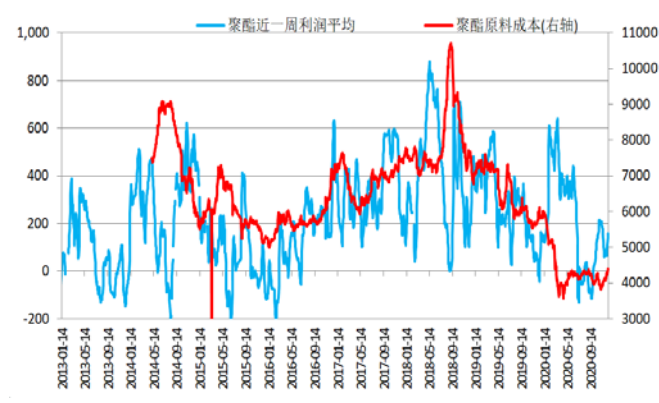
类别	地址	厂名	产能	投产时间
短纤	江阴	华西化纤	10.0	推迟至2020.3-4月
长丝	晋江	福建逸锦	25.0	2021上半年
半光FDY	海宁	恒逸新材料	25.0	2021.Q1
瓶片	珠海	华润	60.0	2021.Q1
长丝POY	湖州	新凤鸣中跃	30.0	2021.Q1
中空短纤	萧山	恒逸高新	5.0	2021.4
长丝POY和FDY	嘉兴平湖	新凤鸣中益二期	60.0	2021.6
长丝阳离子	宿迁	盛虹	25.0	2021.6
长丝、切片	潍坊	潍坊华宝	12.0	2021.H1
中空+低熔点	金寨	金寨新纶	3.0	2021.Q2
棉型短纤	湖州	新凤鸣	60.0	2021.Q3
棉型/中空短纤	宿迁	逸达二期	30.0	2021.Q3
长丝	绍兴	恒逸恒鸣二期	60.0	2021.H2
丝6/切片无纺布	锦州	天龙新材料	20.0	2021.H2
长丝	库尔勒	中泰+正凯	25.0	2021年底?
短纤	库尔勒	中泰+正凯	25.0	2022年底?
长丝	宿迁	逸达二期	25.0	2021.H2?
差别化切片	巢湖	安徽皖维	3.5	2021
长丝	杭州	荣盛盛元二期	50.0	2021.H2
中空10/低熔点	江阴	江阴优彩	15.0	2021
2021总计			568.5	

图 13：聚酯利润与终端补库正相关



资料来源：Wind，一德产业投研

图 14：聚酯加权利润走势



资料来源：Wind，一德产业投研

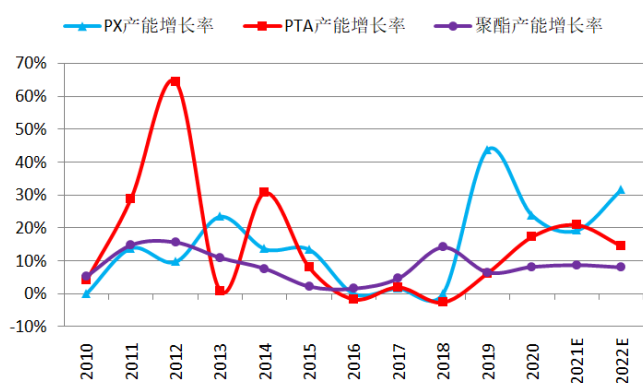
3. PTA：成本推动型重心上移

3.1 供需过剩矛盾依存，加工费难有大扩张

供应端看，PTA 仍处于产能投放的阶段，2020-2021 年 PTA 供应增速远大于需求增速。预计 2021 年 PTA 产能增速 20.9%，产量增速 15.5%。

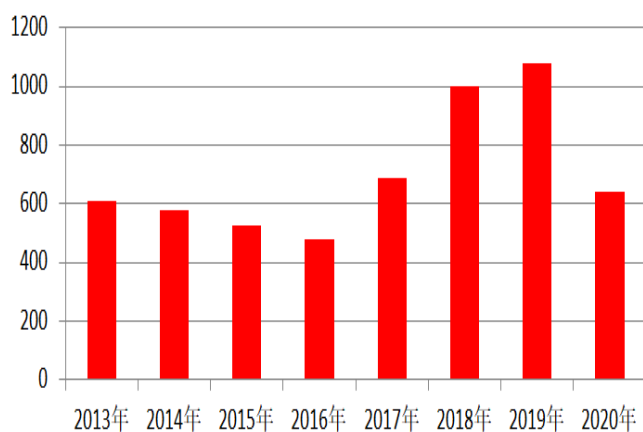
加工费方面，2020 年加工费在产能投放背景下 PTA 加工费有所压缩，尽管库存累到近年新高，但由于期货上锁定了大部分的货源，导致加工费没有过度压缩，对于行业来说仍处于相对舒适区。2021 年 PTA 产能仍处于高增长阶段，现货加工费难有大幅的扩张，或出现小幅压缩。

图 15: PTA 产业链产能增长情况



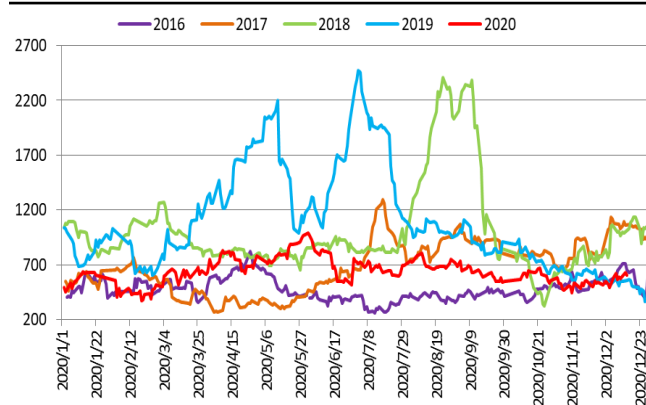
资料来源: Wind, 一德产业投研

图 17: PTA 加工费年度均值



资料来源: Wind, 一德产业投研

图 16: PTA 加工费走势



资料来源: Wind, 一德产业投研

表 3: PTA 预计新增产能投放

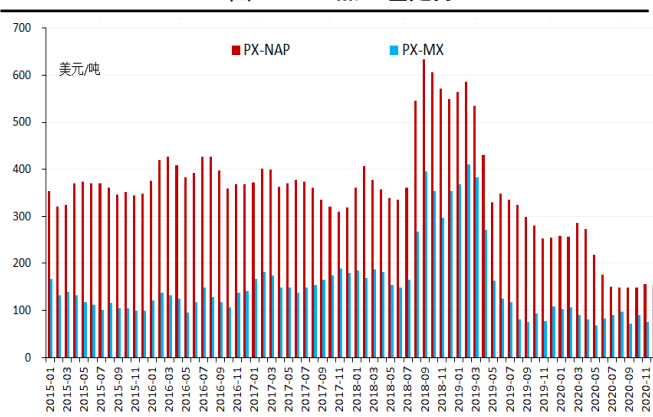
地区	装置	规模	备注
中国	恒力石化四期	250	2020.1 已投
中国	中泰化学	120	2020.1 已投
中国	恒力石化五期	250	2020.6.30 已投
中国	新凤鸣二期	220	2020.10 月
2020 合计		840	
中国	福建百宏	250	2021.1 月
中国	逸盛新材料一期	350	2021Q1
中国	虹港石化2期	240	2021Q1
中国	逸盛新材料二期	350	2021.Q3
2021 合计		1190	

3.2 PX 加工差压缩有限，存在扩张的动能

PX 端来看，由于 2019 年 PX 产能的大幅投放，导致 PX-PTA 价差出现了大幅压缩，今年日韩一些短流程装置已经出现降负或停车。明年看浙石化二期 500 万吨 PX 预计在 4-5 月份释放，但

是由于一季度已经有 PTA 装置产能释放（百宏+虹港+逸盛新材料），会造成 PX 阶段性供需错配，上半年 PX 加工差或有所修复。整体看明年国内 PX 的 500 万吨新产能亦难满足 1190 万吨的 PTA 新增需求，能够缓解 PX 当前的过剩格局。

图 18: PX 加工差走势



资料来源：Wind，一德产业投研

表 4: PX 预计新增产能投放

公司	装置产能	投产时间
浙江石化1期	200	常减压2019.10投产，2019.11月底重整出合格品，其中200PX12.8出产品，12.9开歧化装置。另外200万吨2020.1投产
现代石化	20	2020.6月扩能
山东富海东营威联1期	100	2020.9
中化泉州1期	80	2020.12
2020合计		400
浙江石化二期	500	2021年上半年
阿美（吉普）	80	2021年底
2021合计		580
中委广东石化	260	2022
九江石化	89	2022
盛虹炼化	280	2022
中海油惠州二期	150	2022
中金石化2期	200	2022
IRPC	120	2022 Q4
CILACAP OIL REFINERY	20	2022
INDIAN OIL	80	2021Q3，可能推迟
2022合计		1199

3.3 金融与产业的对峙

从估值上来讲，PTA 算是低估值（石脑油加工费 60 处于中性水平，PX 加工差 160 美金处于偏低水平，PTA 现货加工费 500 左右处于中性偏低水平），同时在当前大通胀，流动性充裕背景下，资金购买资产意愿较浓，同时期货 1、5 月合约多头接货可以转抛为金融多头提供安全边际，原油上涨以及宏观预期向好提供驱动，金融资本做多远期期货，通过无风险套利机会拉高近月甚

至现货价格。而产业空头在合理加工差甚至无风险套利价格上卖出套保，不过需要考虑交割库容的可获得性。

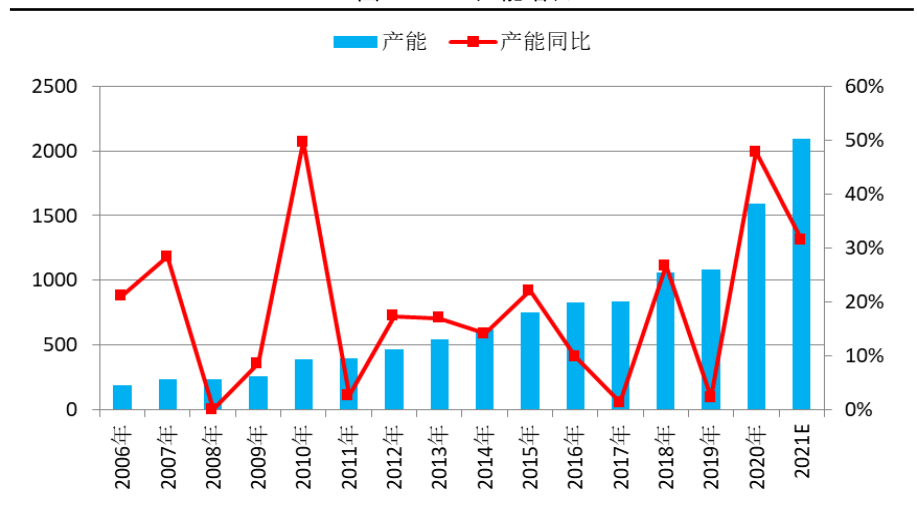
整体看 PTA 供需面依旧偏弱，但是金融偏多，特别是原油在通胀背景下以及需求复苏预期中的上涨，以及 PX 加工差的修复，推动 PTA 重心不断上移。

4. MEG 仍将在过剩泥潭中挣扎

4.1 产能过剩仍是主基调

2020 年做为 MEG 的产能投放大年，特别是大炼化恒力 180 万吨以及浙石化 75 万吨在年初投产后，MEG 压力大幅增加。初步测算，MEG2020 年产能增速 47.75%。国外方面，2019 年亦有新增产能，在 2019 年四季度开始已经逐步对我国形成新增供应，特别是美国，另外美国南亚一套 82 万吨装置近期投产。2021 年我们保守估计 MEG 仍有 550 万吨左右的新增产能（包括卫星石化、浙石化二期以及今年推迟的一些煤化工产能），产能增速 31%，预计产量增速 26%，均大大高于聚酯增速。

图 19：MEG 产能增长



资料来源：CCF，一德产业投研

表 5：2021 年 MEG 国内预计投产装置列表

装置	地址	产能	工艺	投产时间
湖北三宁	湖北枝江	60	煤制	2020.7初点火, 预计2021年1月
建元煤焦化	鄂尔多斯	24	焦煤气	预计2020.12月, 延期
延长石油	陕西	10	煤制	预计2020年12月前后, 延期
陕煤渭化	陕西咸阳	30	煤制	预计2020年12月前后, 延期至2021Q1
卫星石化	浙江	160	乙烷	2021一季度
浙石化二期	舟山	160	一体化	2021年上半年
福建联油	漳州	50	一体化	2021下半年
三江石化	嘉兴	100		2021
山西襄矿	山西	20	煤制	2021年中
神华榆林能源	榆林	40	煤制	2021
内蒙古久泰新材料有	呼和浩特	50	煤制	2021
安徽昊源	阜阳	30	煤制	2021年6月
陕西榆能集团	榆林	40	煤制	2021年6-7月份
山西美锦华盛化工	山西	30	煤制	2021年中
陕西榆林化学	陕西	180	煤制	2021
宁夏宝利能源(鲲鹏)	宁夏	20	煤制	2021
河北辛集化工	河北	6	尾气	2021上半年
内蒙伊霖化工	鄂尔多斯	20	煤制	2021下半年
2021合计		1030		

表 6: MEG 国外预计投产装置列表

装置	地址	产能	工艺	投产时间
Yansab (扩容)	沙特	14	天然气	2019年初
乐天美国	美国	70	乙烷裂解	2019.5月已投
sasol	美国	28	乙烷裂解	2019.6月倒开车出料
MEGlobal	美国	75	乙烷裂解	2019.9.7试车, 10月出料, 11月有货源来中国
2019总计				187
马来西亚石油	马来西亚	75	石脑油	2020初投产, 但3月份中旬停车, 预计2020四季度重启
南亚USA 2#	美国	82.8	乙烷裂解	2020.12.10试车
2020总计				157.8
SABIC JUPC 3#	沙特	70	石脑油	2021年
恒逸文莱	文莱	70	石脑油	2021年
2021总计				140

4.2 平衡表中国产供给与进口量的 PK, 关注边际产能煤化工开工, 关注阶段性机会

MEG 一方面是国内供给的大幅增加 (特别是油化工产能), 一方面国外亦有新产能导致的进口增加, 两者的 PK 决定了 MEG 的供需矛盾, 国内需要关注边际产能煤化工的开工情况, 国外要密切关注外围装置的情况。

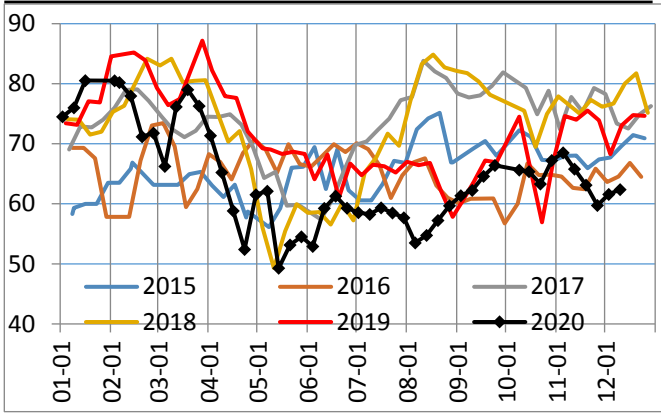
从今年煤化工运行的一些情况来看, 大部分煤化工处在完全成本下运营, 据了解西北小部分煤化工现金流成本在 3600 元/吨, 但完全成本也在 4000 元以上。而阳煤、河南能源、湖北化肥、通辽等一些装置现金流成本在 4100 元/吨左右, 完全成本在 4500 元以上, 这些装置属于边际成本较高的装置。供给方面的调节一方面通过价格仍将在煤化工完全成本之下运行来适当控制煤制开工, 一方面原油价格的上涨将吞噬油化工利润压缩油化工产出。绝对价格上由于煤、油价格均出现上涨, 在成本推动下 EG 的价格重心或上一个台阶。

如果从当前可知的检修情况去静态推断 MEG 平衡表, 如果两套油化工装置投产, 累库幅度

将大幅增加。

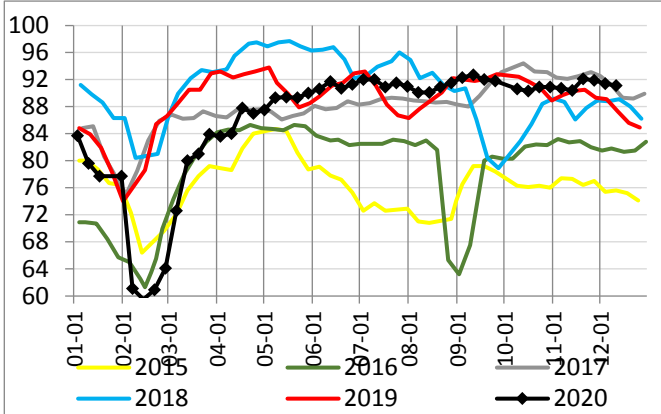
不过由于 MEG 仍有一定的进口依存度，进口的不确定性以及低利润导致煤化工检修的不确定性增加了 MEG 的波动幅度，仍有阶段性机会值得把握。

图 20: MEG 国内总负荷



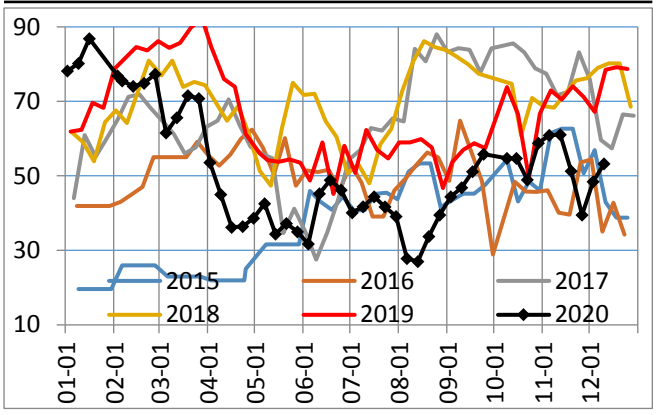
资料来源: CCF, 一德产业投研

图 22: 聚酯开工负荷



资料来源: CCF, 一德产业投研

图 21: MEG 国内煤化工负荷



资料来源: CCF 一德产业投研

图 23: 乙二醇利润走势



资料来源: Wind 一德产业投研

表 7: MEG 供需平衡预测

时间	国产量	进口量	出口量	聚酯消耗	其他消耗	库存变化	表观消费	表需增长	聚酯产量
Jan-20	73.9	84.00	0.03	129.31	9	19.56	157.87	-7.81%	386
Feb-20	77.6	85.00	0.03	95.14	9	58.43	162.57	17.44%	284
Mar-20	88.2	111.50	0.04	130.65	9	60.01	199.66	23.25%	390
Apr-20	70.5	88.62	0.05	142.04	9	8.03	159.07	-0.93%	424
May-20	66.2	90.43	0.01	153.43	10	-6.81	156.62	4.66%	458
Jun-20	67.7	102.18	0.02	152.09	10	7.77	169.86	42.39%	454
Jul-20	65.5	97.67	0.02	158.79	10	-5.64	163.15	16.42%	474
Aug-20	66.8	104.11	0.03	159.46	10	1.42	170.88	20.64%	476
Sep-20	73.5	99.44	0.88	157.45	10	4.61	172.06	29.68%	470
Oct-20	81.3	74.37	1.22	160.80	10	-16.35	154.45	9.70%	480
Nov-20	82.6	83.00	0.00	158.12	10	-2.52	165.60	15.22%	472
Dec-20	83.0	85	0.05	160.80	10	-2.85	167.95	5.92%	480
Jan-21	84.9	87	0	155.26	11	5.62	171.88	8.87%	463
Feb-21	86.1	88	0	148.20	11	14.93	174.13	7.11%	442
Mar-21	86.1	88	0	155.26	11	7.87	174.13	-12.79%	463
Apr-21	86.1	88	0	160.05	11	3.09	174.13	9.47%	478
May-21	86.1	88	0	161.30	11	1.83	174.13	11.19%	482
Jun-21	86.1	88	0	162.56	11	0.58	174.13	2.52%	485

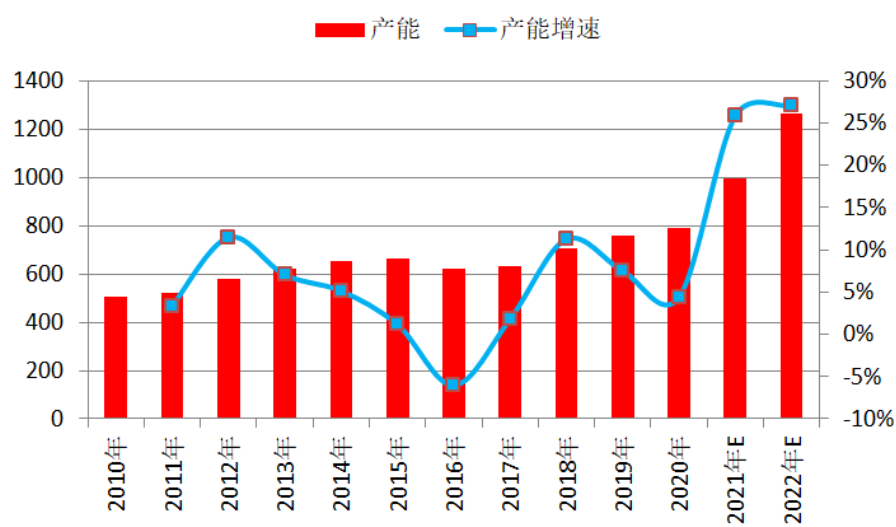
注：表中供给未考虑两套油化工（卫星 160，浙石化 160）新增产能，若其投产，供给压力将大大增加，160 万吨装置一个月增加供给 13 万吨左右。

5. 短纤——供需结构相对健康

5.1 2021 年产能增长前少后多，交割品压力不大

产能增长方面，近几年短纤产能扩张缓慢，明显落后于长丝。但是 2021 年后短纤产能扩张步伐加快，不过需要注意的是，2021 年短纤产能扩张集中在下半年，并且所扩装置中，可用于交割的棉型产能较少，基本集中在 Q4，对于可交割品供应压力较小，同时一些装置是否能够在时投产存在一定的不确定性，实际产能增速并没有预计的那么高。

图 24：短纤产能增长情况



资料来源：CCF，一德产业投研

表 8：短纤预计新增产能投放情况

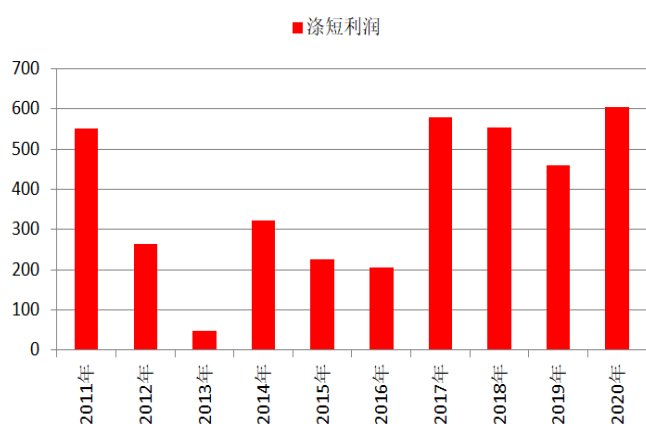
类别	地址	厂名	产能	投产时间
水刺	江阴	华西化纤	10.0	推迟至2020.3-4月
中空	萧山	恒逸高新	5.0	2021.4
中空	安徽	金寨	3.0	2021.5
棉型/中空	宿迁	逸达	30.0	2021.Q4
棉型	湖州	新凤鸣	60.0	2021.Q4
棉型	库尔勒	中泰	25.0	2021年底
中空/低熔(改)	宁波	华星	15.0	2021.6
中空(改)		时代	3.0	2021
10中空, 5低熔	江苏	优彩	15.0	2021
中空	湖北	绿宇	6.0	2021
中空(改)	宁波	卓成	3.0	2021
2021总计			205.0	
(棉型、中空)	四川广安	吉兴化纤	30.0	2022Q2
棉型为主	嘉兴	新凤鸣中友	140.0	2022
短(含低熔点)		仪征化纤	20.0	2022
棉型	宿迁	逸达	80.0	2022
棉型/中空	四川	四川能投	30.0	不确定
短纤	南通	桐昆	待定	待定
2022合计			270.0	

5.2 景气度较好，等待需求驱动的行

近两年较少的产能投放以及下游较好的需求支撑短纤当前较好的利润，2017 年开始短纤利润均维持不错的水平。我们也看到了今年在长丝利润相对低迷的时候短纤仍维持较好的利润。4 月份的口罩行情将短纤利润推至近几年的新高，10 月份的终端补货叠加期货上市又将利润从低位拉抬。

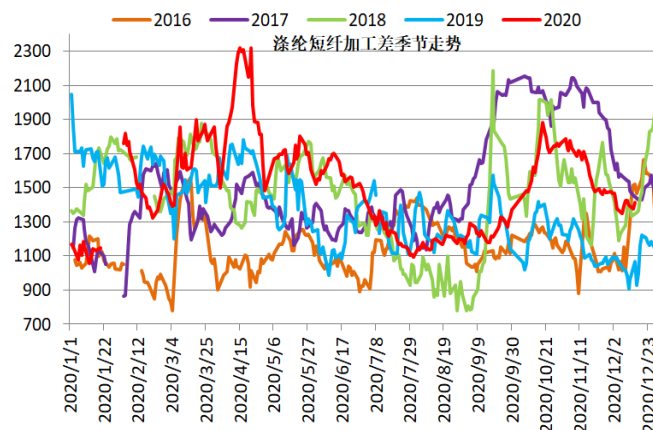
前面讨论过，明年下游需求存在补库行为，一般来说需求驱动的行市才是大行情，在短纤成本面临抬升以及短纤供应端不存在大幅增量的背景下，明年短纤可作为多配的品种。

图 25: 涤短利润



资料来源: Wind, 一德产业投研

图 26: 涤短加工差季节走势



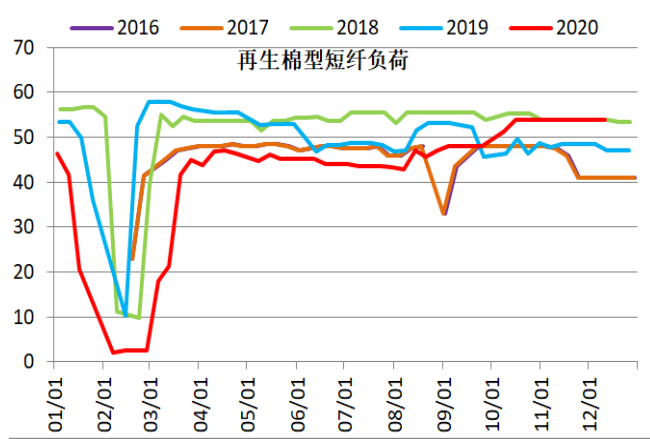
资料来源: Wind 一德产业投研

5.3 仍然要关注原生切片再生纺的问题

这里讨论下短纤边际供给问题，也就是我们所说的切片能否通过再生剩余装置增加供给的情况。2019 年棉型回料纺产能 590 万吨，开工均值常年在 50% 上下，目前开工 54%，理论上还有接近 46% 的闲置产能，但是考虑到常年不开在人工、保养等方面的问题，我们保守估计只要利润足够且持续一段时间（今年再生纺开工在 10 月份那波行情中没有开起来一方面是常年低负荷短期招工难等问题，一方是利润维持时间较短），回料纺贡献 50 万吨/年的产量（开工边际提升不到 10%）应该问题不大，相较于今年的原生产量 677 万吨，增速为 7.4%，能够大大缓解供不应求的问题。另一方面原生切片供应问题，原生切片其实在聚酯装置中都有多余的熔融产能，退一步讲，如果长丝亏损，短纤暴利，又存在切片纺短纤的剩余产能，长丝工厂完全可以少出长丝，直接卖切片（因为当时的切片价格肯定会上涨，出现面粉比面包贵的情况）。当然，由于仿大化的机器设备较原生直纺的稍差一点，在质量上或会出现一定的差异，但如果直纺短纤价格过高，终端纱厂亦可以通过混纺的手段调节原料参用比例。

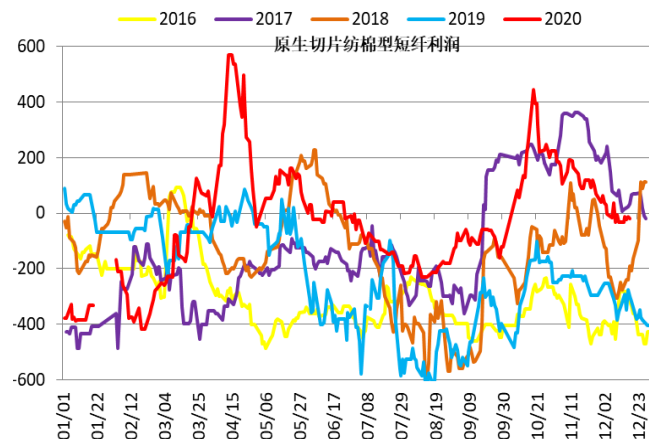
因此，我们想说的就是短纤在聚酯各产品中供需格局相对健康，利润上给出一定的溢价也是无可厚非，这属于结构性问题。但是如果短纤脱离整个聚酯景气周期出现超周期的过渡上涨，必然会激发额外的边际供应同时出现边际需求的减少。

图 27：再生棉型短纤开工情况



资料来源：CCF，一德产业投研

图 28：切片纺短纤利润走势



资料来源：Wind，一德产业投研

5.4 短纤仍存一定的替代需求

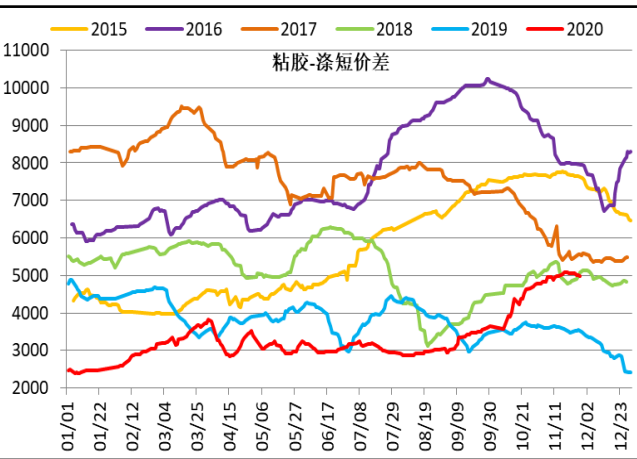
近几年三大棉纺原料结构中，棉花占比有所下降，短纤占比有所上升，粘胶持平。从价差结构中可以看出，棉花-短纤价差处于高位水平，明年棉花仍维持较好的基本面，带动短纤替代需求。粘胶与短纤价差低位回升，对于短纤需求与价格亦有一定的支撑。仿大化方面，由于原料的限制，目前涤短与仿大化价差仍维持低位，对于短纤需求仍是支撑（尽管这两年替代已经发生不少，边际替代效果在走弱）。

图 29：三大棉纺原料占比情况



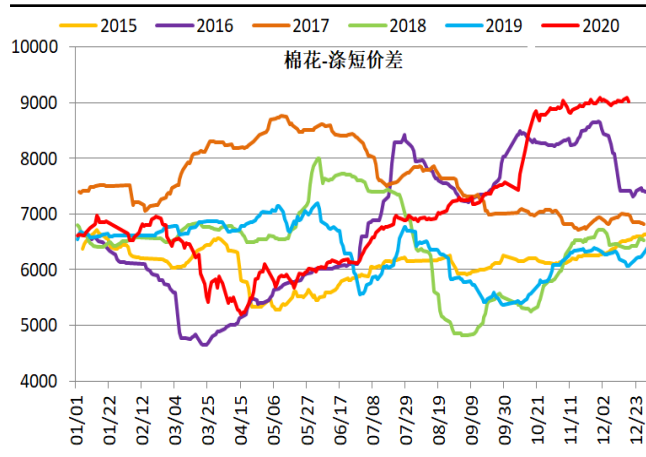
资料来源：CCFEI，一德产业投研

图 31：涤短与粘胶价差



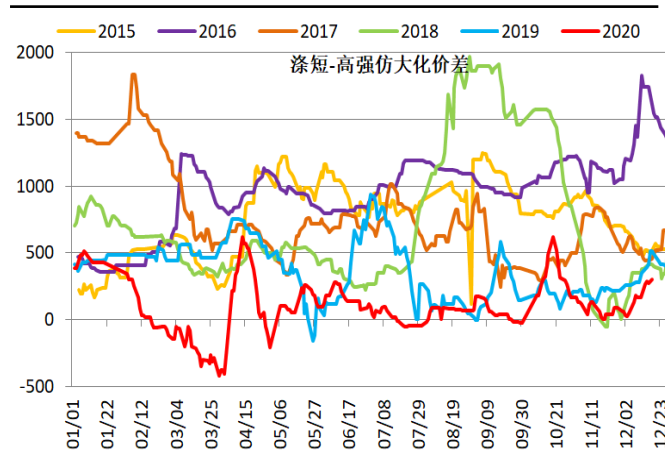
资料来源：Wind，一德产业投研

图 30：涤短与棉花价差



资料来源：Wind 一德产业投研

图 32：涤短与仿大化价差



资料来源：Wind 一德产业投研

6. 总结与展望

需求端：内需当前基本恢复，终端服装库存较低，明年或开启新一轮补库周期。外需出口当前在陆续恢复中，国外社会库存依旧较低，疫情缓解后亦或带来一波补库行为。

PTA：供需过剩仍是主要矛盾，产业与金融博弈仍将进行，可能出现双赢的格局。PX 加工差存扩张动能，原油等成本的上升或推动价格重心提升。

MEG：产能过剩仍是主基调，不过由于 MEG 仍有一定的进口依存度，进口的不确定性以及低利润导致煤化工检修的不确定性增加了 MEG 的波动幅度，仍有阶段性机会值得把握。成本的上涨（煤/油）亦提升其价格重心。

短纤：供需格局相对健康，如果需求爆发或有好的表现。不过难长期脱离聚酯整体景气度单独出现暴利。

策略：PTA/MEG 成本推动型的绝对价格重心上移，配置上偏空配。

PF 多配，正套。

风险：疫情大规模蔓延，疫苗迟缓，需求复苏乏力。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人作为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

一德期货天津分公司（Tel: 022-2331 4816）

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

北京北三环东路营业部（Tel: 010-8831 2088/8831 2150）

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部（Tel: 021-6257 3180/6257 4270）

上海市中山北路2550号物资中心大厦1604-1608室

天津营业部（Tel: 022-2813 9206）

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

天津津滨大道营业部（Tel: 022-5822 0902）

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

大连营业部（Tel: 0411-8480 6701）

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间

郑州营业部（Tel: 0371-65612019/65612079）

郑州市未来大道未来大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部（Tel: 022-6622 5869/5982 0931）

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

宁波营业部（Tel: 0574-8795 1915/8795 1925）

浙江省宁波市鄞州区彩虹南路11号嘉汇国贸大厦A座2006室

唐山营业部（Tel: 0315-5785 511）

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部（Tel: 0535-2163 353/2169 678）

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部（Tel: 0633-2180 399）

山东省日照市东港区石臼街道海曲东路386号天德海景城A栋5701、5702室

杭州营业部（Tel: 0571-8799 6673）

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

一德期货营业网点



联系方式

4007-008-365



公司官网

www.ydqh.com.cn



总部地址

天津市和平区麻道北路188号信达广场16层