

## 行到水穷处，坐看云起时

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669 号

### 报告要点

2023 年 PTA、乙二醇及短纤高波动的特征延续，波动的幅度将有所减弱；低估值贯穿 2022 年，在需求扩张预期下，2023 年或有所修复；上半年市场或消化产能投放压力，对价格上行谨慎；下半年需求以及产能投放压力消化后，或提升 PTA 等品种的配置价值。

### 摘要：

#### 观点：

2022 年聚酯产业链面临需求弱、能源价格高的市场环境。

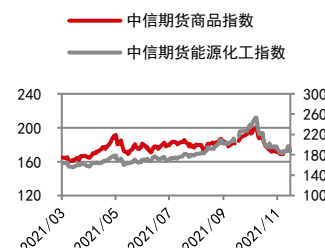
弱需求主要源自国内需求的收缩；需求收缩、需求预期偏弱又加大产业链中下游主动、积极去库。聚酯产销压力贯穿全年，产品现金流降至低位、产品开工率不断调降。我们认为，2023 年终端消费或有所改观，聚酯有望边际改善。同时，2022 年偏低的基数、2023 年需求的扩张，或助推 2023 年聚酯产量增速提升至 6~8% 之间。

能源价格高也是 2022 年一个大的变化。高成本下 PTA 加工费有一定的回落，但全年仍能保持平稳水平，而乙二醇转嫁能力差，行业出现大面积的亏损。潜在的原因除 PTA 和乙二醇供给调整的差异之外，还与 PTA 出口的扩张以及供给的结构有直接的关系。

2023 年 PTA 和乙二醇产能的实际利用率仍然难以明显提升，且有进一步下调风险，其中，乙二醇生产的调整或许是更大的。2023 年乙二醇产量或在 1480~1500 万吨，开工率预计 53~55% 之间，比 2022 年均值下调 3~5%。

**操作策略：**一是 PTA、乙二醇及短纤价格高波动的特征很难被改变，但是估值相对偏低是确定的，仍然是 2023 年主要的配置方向；二是上半年受产能投放冲击影响，PTA、乙二醇价格的弹性或相对较低；下半年伴随需求的扩张，PTA、乙二醇市场或有改善，布局中期做多机会。

**风险因素：**(一) 疫情不确定性风险及原油价格下行风险；(二) 2023 年外需加快下行，内需扩张不及预期风险；(三) 乙二醇、PTA 供给扩张超预期风险。



### 化工组研究团队

研究员：  
胡佳鹏  
021-80401741  
hujiapeng@citicsf.com  
从业资格号：F3039655  
投资咨询号：Z0013196

黄谦  
021-80401738  
huangqian@citicsf.com  
从业资格号：F3063512  
投资咨询号：Z0014611

杨家明  
021-80401704  
yangjiaming@citicsf.com  
从业资格号：F3046931  
投资咨询号：Z0015448

**重要提示：**本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目 录

摘要： .....	1
一、2022 年聚酯产业链回顾 .....	4
二、2022 内需收缩，2023 年外需减弱 .....	5
（一）2022 年内需收缩，外需扩张 .....	5
（二）2023 年外需减弱，稳定需求必要性增加 .....	6
二、需求改善提升 2023 年聚酯产出 .....	7
（一）大产能，弱需求，加快行业整合 .....	7
（二）涤纶长丝：产销压力下主动减产 .....	8
（三）涤纶短纤：原生和再生产量均有收缩 .....	10
（四）低基数提升 2023 年聚酯产量增速 .....	11
三、2023 年 PTA 消化产能新增压力 .....	11
（一）2022 年 PTA 供给总体偏紧 .....	11
（二）2022 年 PTA 需求内冷外热 .....	13
（三）2023 年 PTA 供需总量及预期 .....	13
四、2023 年乙二醇供需压力依然较大 .....	14
（一）乙二醇：产能高、利用率低 .....	14
（二）乙二醇进口总量压缩，区域来源分化 .....	15
（三）2023 年乙二醇供需总量及预期 .....	16
五、结论与建议 .....	16
六、风险提示 .....	17
免责声明 .....	18

## 图目录

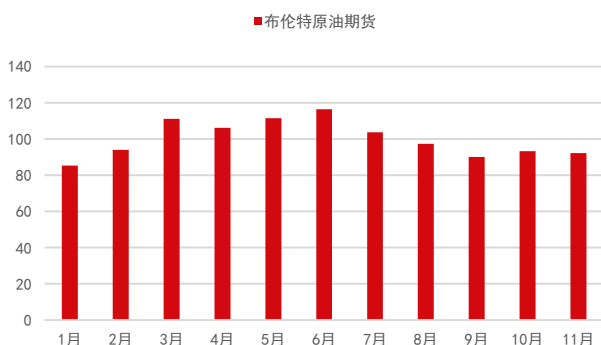
图表 1: 布伦特原油期货均价 .....	4
图表 2: 石脑油均价走势 .....	4
图表 3: PTA 现货均价走势 .....	4
图表 4: 乙二醇现货均价走势 .....	4
图表 5: 2014~2021 年纺织、服装总需求 .....	5
图表 6: 历年 1~10 月纺织、服装总需求 .....	5
图表 7: 1~10 月纺织、服装国内需求及增速 .....	6
图表 8: 1~10 月纺织、服装出口需求及增速 .....	6
图表 9: 聚酯平均开工率 .....	7
图表 10: 聚酯产量及产量对比 .....	7
图表 11: 聚酯产品出口量 .....	8
图表 12: 聚酯瓶片出口量 .....	8
图表 13: 涤纶长丝平均开工率 .....	8
图表 14: 子行业对聚酯开工率的影响 .....	8
图表 15: 涤纶长丝开工率及库存 .....	9
图表 16: POY 产品现金流 .....	9
图表 17: 织造成品库存变化 .....	9
图表 18: 织机开机率变化 .....	9
图表 19: 织造订单指数变化 .....	10
图表 20: 织造原料库存变化 .....	10
图表 21: 直纺涤纶短纤开工率 .....	10
图表 22: 再生棉型短纤开工率 .....	10
图表 23: 再生短纤价格变化 .....	11
图表 24: 原生/再生短纤价差变化 .....	11
图表 25: PTA 产能及增速变化 .....	12
图表 26: PTA/聚酯产能及对比 .....	12
图表 27: PTA 开工率变化 .....	12
图表 28: PTA 产量及产量变化 .....	12
图表 29: PTA 出口量及进料加工出口量占比 .....	13
图表 30: PX 进料加工量和 PTA 进口加工出口量对比 .....	13
图表 31: PTA 供需总量变化 .....	14
图表 32: PTA 社会总库存变化 .....	14
图表 33: 乙二醇产能及增速变化 .....	14
图表 34: 乙二醇新增产能分类统计 .....	14
图表 35: 乙二醇开工率变化 .....	15
图表 36: 油制和煤制开工率变化 .....	15
图表 37: 乙二醇产量变化 .....	15
图表 38: 煤制乙二醇产量及产量占比 .....	15
图表 39: 乙二醇进口量变化 .....	16
图表 40: 2022 年挤压亚洲乙二醇进口 .....	16

## 一、2022 年聚酯产业链回顾

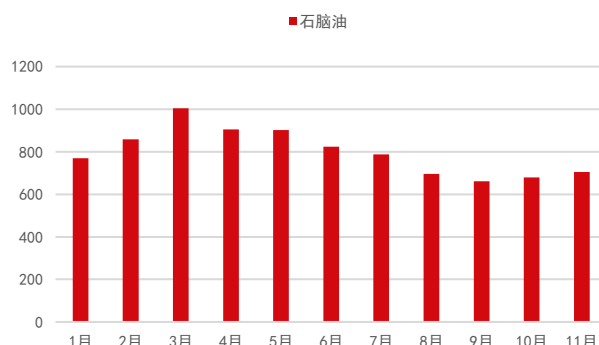
2022 年 1~11 月布伦特原油期货均接近 100 美元/桶，是 2015 年以来的最高水平。从年内表现看，6 月布伦特原油期货均价接近 116.4 美元/桶，也创年内最高水平；近期布伦特原油期货价格虽然有所回落，不过近两个月均价仍在 92 美元/桶附近。

原油价格高位的环境下，石脑油以及 PX 价格也是偏强的。石脑油年内均价在 800 美元/吨，其中，3 月均价突破 1000 美元/吨，又是年内最高的；PX 年内均价接近 1120 美元/吨，高点出现在 6 月份，由于这一时期石脑油价格相对高点回落，也使得 6 月 PX 与石脑油价差均值快速上行并突破 500 美元/吨，这也是 2019 年国内炼化配套 PX 项目投产之后的最高水平。

图表 1：布伦特原油期货均价



图表 2：石脑油均价走势

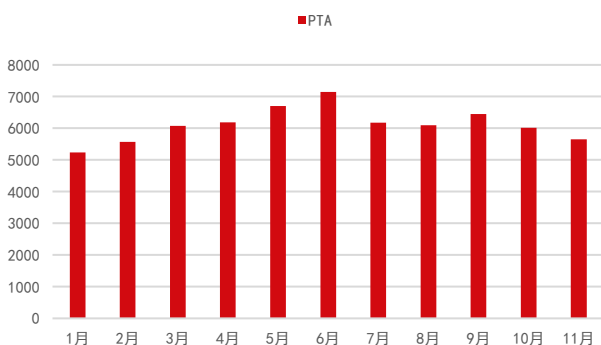


资料来源：Wind 中信期货研究所

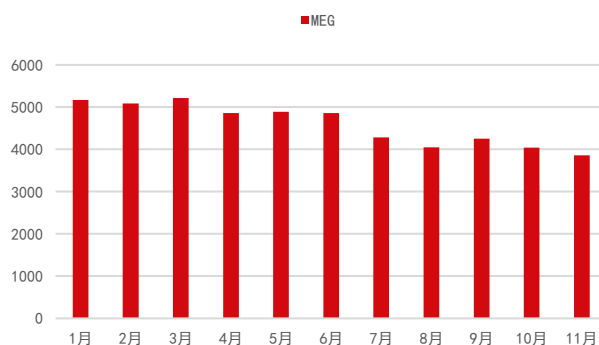
资料来源：Wind 中信期货研究所

PTA 绝对价格也显著高于近几年。2022 年 1~11 月 PTA 均价在 6150 元/吨，不及显著高于 2020-2021 年价格水平，也比 2019 年均价高出近 380 元/吨。PTA 绝对价格虽然高，但是利润实际是更低的，从 PTA 与 PX 价差统计来看，2022 年 1~11 月价差均值接近 460 元/吨，这也是 2019 年以来连续第三年在下降；从年内表现来看，3 月上旬、6 月上旬又是成本压力最高的，PTA 与 PX 都呈短暂出现负价差的状态。

图表 3：PTA 现货均价走势



图表 4：乙二醇现货均价走势



资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

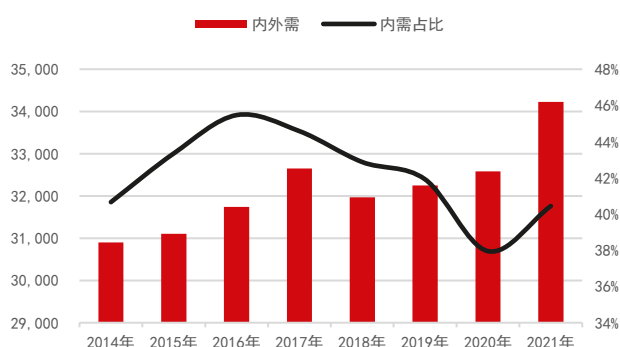
乙二醇价格在不断的走弱，3 月乙二醇华东现货价格均值接近 5200 元/吨；价格之后连续回落，到 11 月乙二醇华东现货价格均值降至 3860 元/吨，这一价格水平接近 2020 年下半年平均水平。需要注意的是，2020 年下半年布伦特原油期货价格的均值只有 45 美元/桶。乙二醇价格的走弱以及原油价格的高位，也使得 2022 年石脑油制乙二醇的亏损程度也是最高的，统计来看，1~11 月石脑油制乙二醇现金流均值在-220 美元/吨，其中，3 月以及 11 月又是全年最弱的，这两个时段石脑油制乙二醇现金流均值都在-270 美元/吨附近。

## 二、2022 内需收缩，2023 年外需减弱

### (一) 2022 年内需收缩，外需扩张

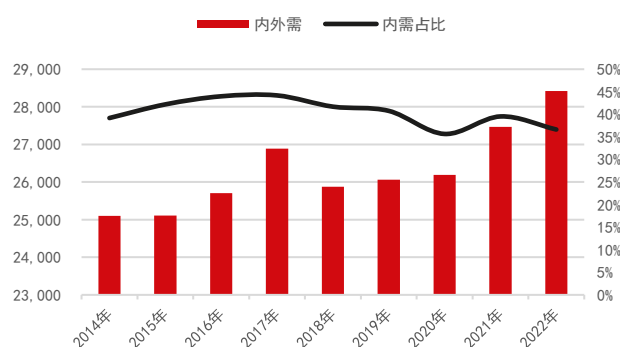
2022 年 1~10 月纺织服装总需求同比增至近 3.5%，增速比去年同期下降 1.4 个百分点。内需仍然是拖累纺织服装总需求的关键因素，数据显示，1~10 月纺织服装内需同比下降 4.1%，而外需同比增长 8.4%，在内需收缩的环境下，外需推动了总需求的扩张。

图表 5：2014~2021 年纺织、服装总需求



资料来源：Wind 中信期货研究所

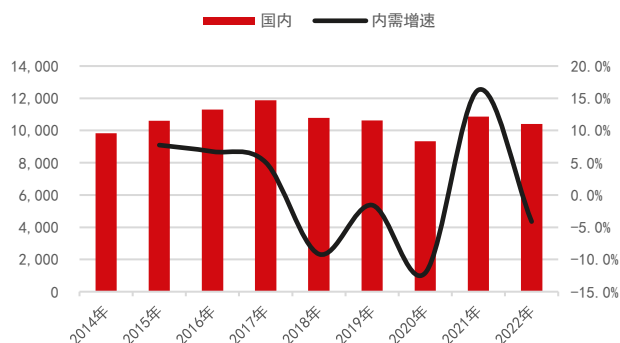
图表 6：历年 1~10 月纺织、服装总需求



资料来源：Wind 中信期货研究所

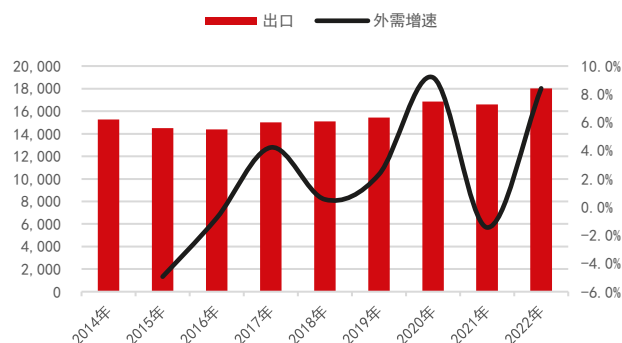
内需的收缩源自于以下几个因素：一是经济总体在收缩：二季度 GDP 同比仅增长 0.4%，前三季度 GDP 累计同比增长 3.0%，市场预期全面经济增速或在 3.3% 附近，远低于潜在的经济增长水平。二是经济减速降低收入并带来支出的减少：1~9 月城镇居民人均可支配收入 37482 元，同比增长 4.3%，低于疫情之前 6% 的潜在增长水平；同期城镇居民人均消费性支出仅 22385 元，同比增长 1.8%，这表明消费性支出的下降也是相应更大的。三是疫情加大了短期需求的收缩：4 月、5 月、10 月纺织服装内需分别减少 23%、15% 及 6%，节奏上与国内疫情的程度是高度对应的。

图表 7：1~10 月纺织、服装国内需求及增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 8：1~10 月纺织、服装出口需求及增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

纺织服装外需连续好于市场预期，汇率的变化是重要的变量。1~10 月以美元计价的纺织服装出口同比增长 6.5%，同期人民币计价的纺织服装出口同比增长 8.4%。人民币与美元计价的出口增速的差异，反映了人民币汇率的变化。从人民币市场汇率与出口隐含的汇率变化来看，一是两者的变化方向是趋同的；二是节奏以及幅度是有差异的，其中，人民币市场汇率定价在前，而且贬值的幅度更大，这也意味着短期仍然有进一步去消化人民币汇率贬值的压力，这在一定程度也会减缓出口下降的影响。

## (二) 2023 年外需减弱，稳定需求必要性增加

近期市场来看，终端需求增速的下降在加快，一是受疫情影响，内需的季节性扩张不及预期，数据来看，今年 10 月内需环比增幅不到 8%，近两年同期内需环比增幅在 13~15%之间；弱的季节性改善之下，10 月内需同比下降近 6%。二是外需在不断走弱，10 月外需相较于 7 月高点下降了将近 20%，叠加去年同期基数较高的影响，10 月外需同比下降近 7%，这也是近十二个以来的最低水平。

站在当下往后看，外需走弱可能是趋势性变化，一是应对通胀压力美联储在不断抬升利率水平，伴随利率水平的抬升，美国长短期国债收益率出现倒挂，隐含了美国经济衰退的市场预期，市场也普遍预期明年美国经济增长会有明显的下降，这可能会进一步的压低需求，也会减少对我国出口的拉动。当下内需扩张的内生性动能仍然是不足的；伴随外需的走弱，意味着内需的扩张尤为重要，积极的是疫情对经济的影响是逐渐降低的，这为 2023 年国内经济的扩张以及需求的提升提供了好的条件。

## 二、需求改善提升 2023 年聚酯产出

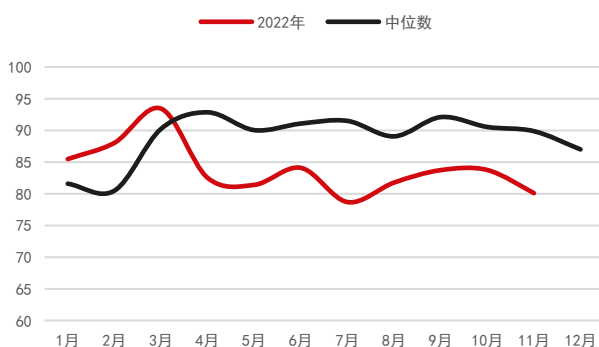
需求放缓引发下游主动去库。聚酯端受产销减弱的影响，库存连续维持在高位，这不仅压制了产品的现金流，也降低了生产装置的实际利用率。

### (一) 大产能，弱需求，加快行业整合

年初我国聚酯产能基数近 6556 万吨，到 11 月我国聚酯产能基数已增至 7099 万吨，年内新增 543 万吨，这也是 2018 年以来产能新增总量最多的一年。跟随新产能的不断释放，我们预计聚酯行业产能的整合也会加快，数据来看，2020 年、2021 年产能分别关停 146 万吨、110 万吨，我们认为，2022 年聚酯产能的整合可能会加快。

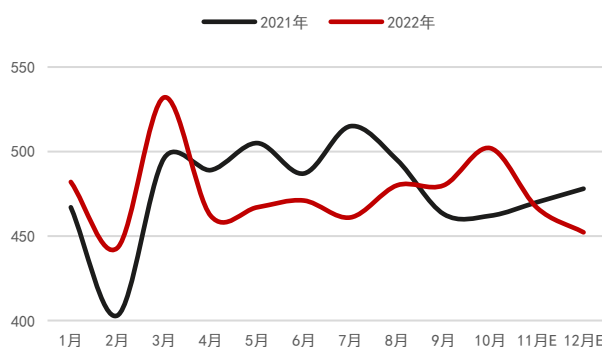
装置实际利用率来看，一是平均水平要比往年低很多，近期聚酯开工率在 8 成左右，比往年同期至少低 10 个百分点，年初以来平均开工率接近 83.9%，比中位数低出 5 个百分点；二是开工率的波动幅度要高于往年，近几年聚酯开工率峰值与谷值差距接近 12%（除 2020 年之外），今年这一差距扩大至 18~19% 之间。

图表 9：聚酯平均开工率



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表 10：聚酯产量及产量对比



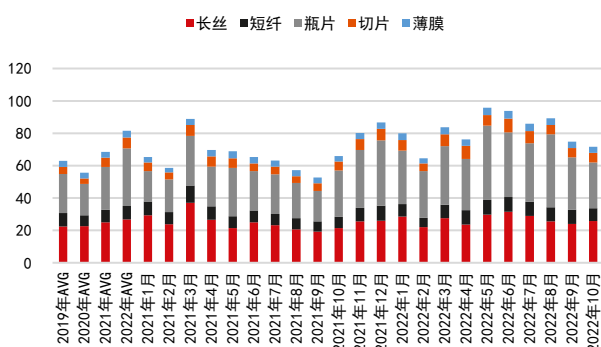
资料来源：CCF 中信期货研究所

产能基数抬升及开工率下行综合影响之下，聚酯产量没有明显的增长。产量来看，1~10 月国内聚酯总产量近 4780 万吨，其中，3 月产出 532 万吨，也是年内产量的最高水平；增长来看，1~10 月国内聚酯总产量与去年同期基本持平，而 2020 年、2021 年产量同比增速分别在 4% 以及 11%，今年也是近十年唯一产量没有扩张的一年。

聚酯出口在明显扩张，数据来看，1~10 月聚酯出口总量近 816 万吨，比去年同期增加了 160 万吨；由于同期聚酯产量没有增长，这也使得聚酯出口量/总产量的比重扩张至 17.1%，这比去年同期增加 2.8 个百分点，也明显高于疫情之前水平（2019 年：15.1%）。

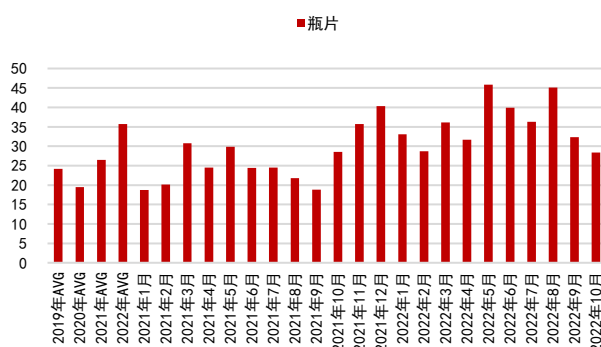
出口分项来看，聚酯瓶片、涤纶长丝出口居前，1~10 月分别出口 357 万吨、267 万吨，分别占聚酯出口总量的 39.6%、36.1%；从出口量变化来看，聚酯瓶片无疑是增长最快的品种，1~10 月聚酯瓶片出口较去年同期增加 115 万吨，约占聚酯出口增量的 70%。

图表 11：聚酯产品出口量



资料来源：海关总署 中信期货研究所

图表 12：聚酯瓶片出口量

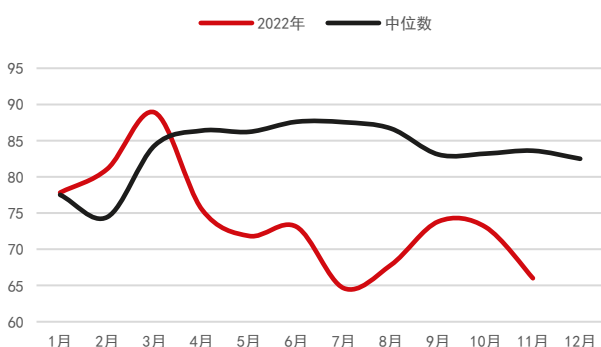


资料来源：海关总署 中信期货研究所

## (二) 涤纶长丝：产销压力下主动减产

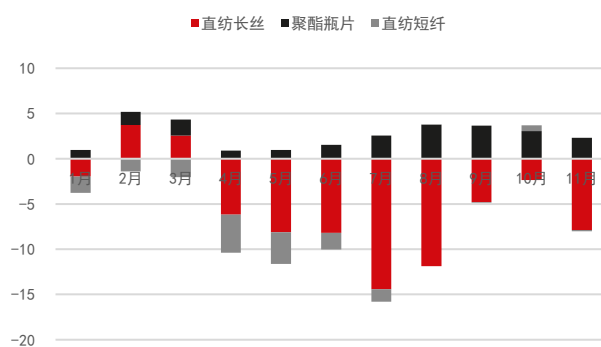
涤纶长丝产能基数大、开工率低，也是拖累聚酯开工率的核心因素。一是直纺涤纶长丝产能基数较年初增加了 274 万吨至 3991 万吨，约占聚酯总产能的 56%；若考虑切片纺长丝的规模，约占聚酯总产能的 70%。二是直纺涤纶长丝年内平均开工率比去年同期低 9 个百分点，拖累聚酯开工率下降近 5 个百分点；近期开工率表现来看，直纺涤纶长丝开工率仍比去年同期低 14 个百分点，对聚酯开工率的冲击扩大至 8 个百分点附近。

图表 13：涤纶长丝平均开工率



资料来源：CCF 中信期货研究所

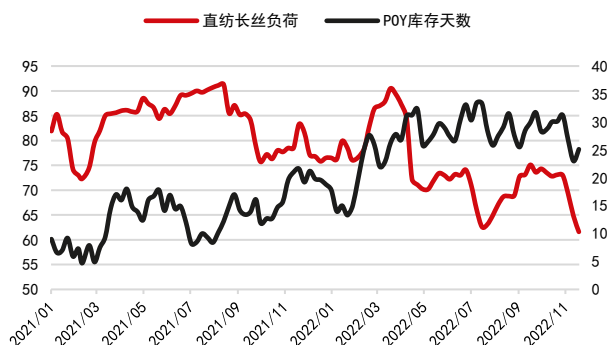
图表 14：子行业对聚酯开工率的影响



资料来源：CCF 中信期货研究所

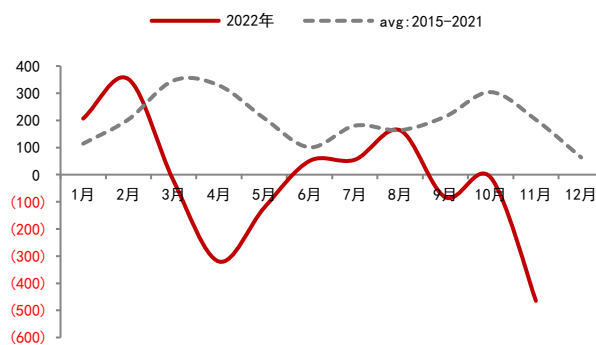
涤纶长丝年内表现看，产销是持续偏弱的，现金流也是不及往年的。一个直接直观的表现是，涤纶长丝开工率自年初高位回落后，涤纶长丝的产品库存仍持续性维持在高位，未见明显的消化。涤纶长丝现金流总体也是低于往年同期水平的，从近期表现来看，涤纶长丝现金流在加速下行，并创下年内最差水平，这一变化的背后，核心因素还是在于工厂主动调降库存的压力。

图表 15: 涤纶长丝开工率及库存



资料来源: CCF 中信期货研究所

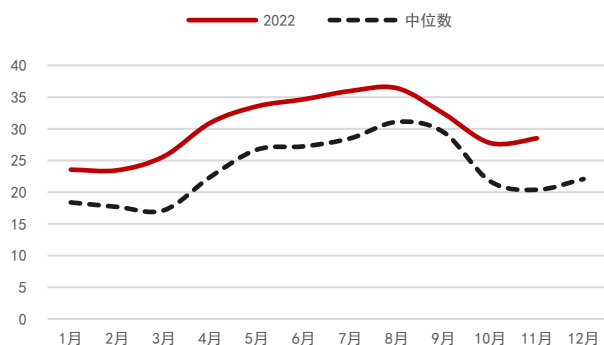
图表 16: POY 产品现金流



资料来源: CCF 中信期货研究所

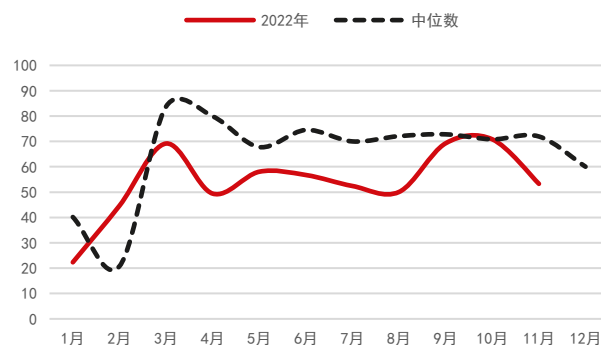
织造原料备货是弱于往年的, 库存趋势来看, 在经历 2020 年投资性需求扩张后 (2020 年织造原料库存峰值 37 天, 中位数 20.7 天), 2021~2022 年总体处在降库的过程之中, 数据来看, 2021 年、2022 年原料库存峰值分别在 33 天、20 天, 中位数分别在 14.8 天、11 天。我们认为, 潜在的原因有两个, 一是终端需求收缩导致织造端成品库存被动累积, 更高的库存意味着更多的资金占有, 这降低了原料备货的能力; 二是织造订单也是偏弱的, 弱订单也使得生产的强度没那么高, 刚性需求也会受到抑制。

图表 17: 织造成品库存变化



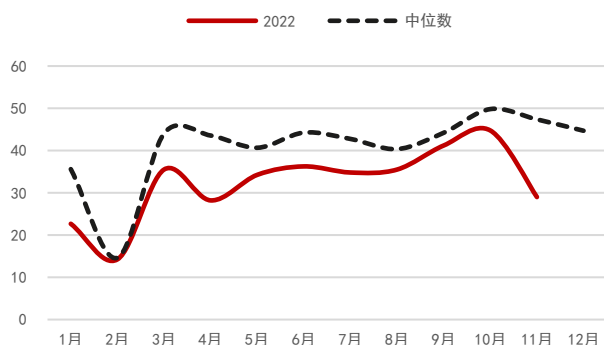
资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 18: 织机开机率变化



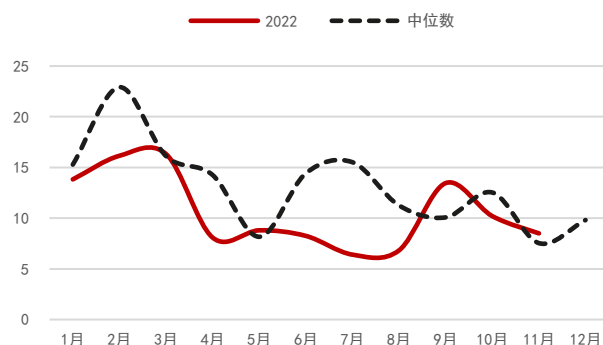
资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 19: 织造订单指数变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 20: 织造原料库存变化

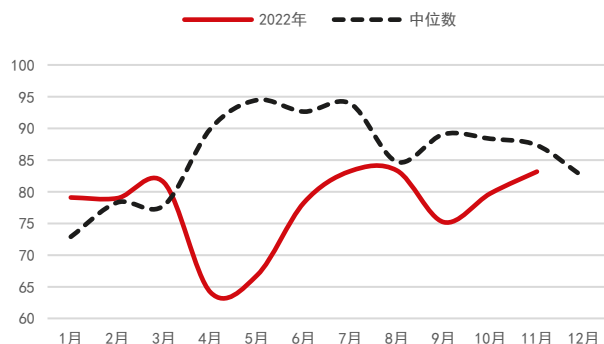


资料来源: CCF 中信期货研究所

### (三) 涤纶短纤: 原生和再生产量均有收缩

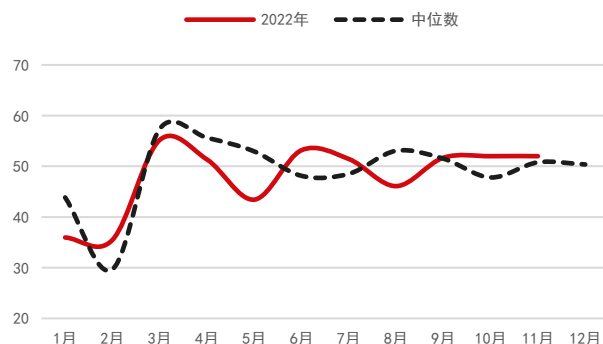
直纺涤纶短纤产能基数较年初增加 80 万吨至 935 万吨, 约占聚酯总产能的 13.2%。直纺涤纶短纤年内平均开工率在 77%附近, 比去年同期降低超过 10 个百分点。预计全年短纤产量近 686 万吨, 这比去年减少近 20 万吨, 降幅接近 2.7%。再生短纤生产也是低于去年同期的, 预计年全年再生短纤总产量近 415 万吨, 或比去年减少 30 万吨。短纤全年出口或增至 100 万吨, 原生短纤表观消费或收缩至 596 万吨, 这比去年减少近 30 万吨, 降幅接近 5%。原生+再生短纤表观消费或收缩至 1010 万吨, 这比去年减少近 60 万吨, 降幅接近 6%。

图表 21: 直纺涤纶短纤开工率



资料来源: CCF 中信期货研究所

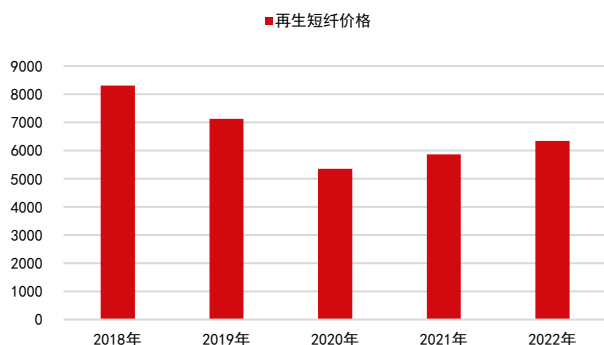
图表 22: 再生棉型短纤开工率



资料来源: CCF 中信期货研究所

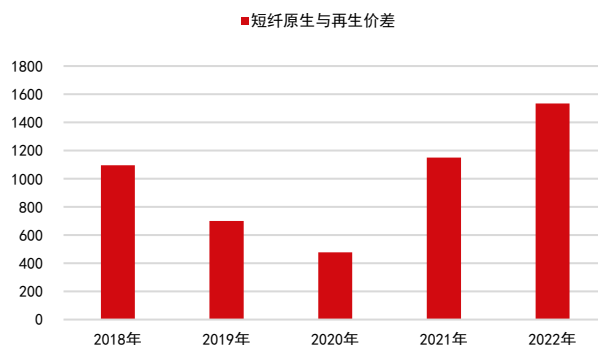
再生短纤价格比较稳定, 而原生短纤价格总体跟随聚酯原料成本波动而波动; 差异化定价之下年内原生与再生短纤的价格差异是近几年最大的, 统计来看, 年内原生与再生短纤价差均值在 1535 元/吨, 远高于近几年 850 元/吨的均值水平。从近期市场来看, 伴随 10 月以来短纤价格的快速走弱, 当前原生与再生短纤价差已降至 825 元/吨, 这意味着大的价格差异对原生短纤需求的潜在抑制作用也将逐步的消退。

图表 23：再生短纤价格变化



资料来源：CCF 中信期货研究所

图表 24：原生/再生短纤价差变化



资料来源：CCF 中信期货研究所

#### （四）低基数提升 2023 年聚酯产量增速

三个因素或促成 2023 年聚酯产量的扩张，一是外需下行提升稳定内需的重要性，我们认为明年内需或受益于疫情以及刺激政策而扩张；二是潜在的主动补库过程，经历 2022 年下游主动去库存之后，我们认为明年补库过程将提升聚酯的消化能力；三是今年聚酯产量的收缩，也为明年聚酯产出的高增长提供了环境，我们预计明年聚酯产量增速或在 6~8%之间。

聚酯现金流来看，一是当下聚酯现金流处在低位，部分品种处在极端负值的状态，进一步的压缩或下行的空间是有限的；二是以往聚酯现金流在经历压缩之后，多有明显的修复，明年终端需求的扩张或为聚酯现金流的修复提供动能。

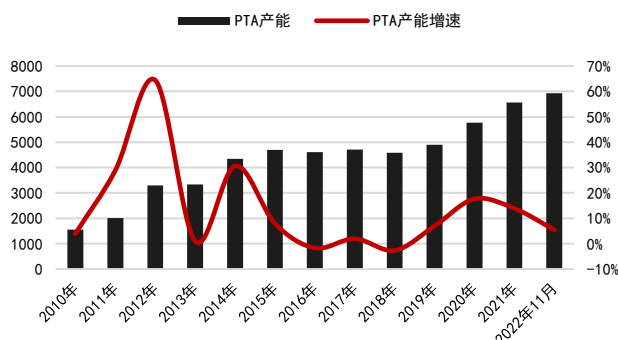
需要注意的是，虽然聚酯现金流修复的确定性可能是大的，但是修复的力度也不宜太过乐观。我们认为，炼化一体化企业全链条布局之下，市场竞争的重心下移至聚酯端可能是好的选择，一是由于原料端具备自供能力，能够比较大的内部消化原料价格上涨的风险；二是聚酯端的充分竞争，能有效的加速聚酯端行业的内部整合，加快中小生产企业退出的同时，也会进一步影响其相关的原料供应或生产企业。

### 三、2023 年 PTA 消化产能新增压力

#### （一）2022 年 PTA 供给总体偏紧

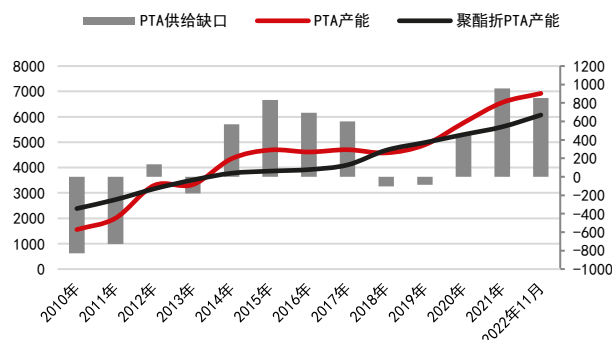
大的周期来讲，PTA 仍处在产能的集中释放期，不过从年内实际情况看，规划产能的投放是低于市场预期的。数据来看，截至 2022 年 11 月，国内 PTA 产能基数在 6923 万吨，仅比年初增加 360 万吨。即将投放的有威联化学 250 万吨/年、嘉通能源 250 万吨/年的 PTA 装置，市场预计 12 月威联化学及嘉通能源将逐步带来供应的增量。按照 PTA 和聚酯产能总量对比来看，PTA 产能的过剩量近 850 万吨，在威联化学及嘉通能源兑现之后，PTA 产能过剩量将扩张至 1300 万吨。

图表 25: PTA 产能及增速变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 26: PTA/聚酯产能及对比



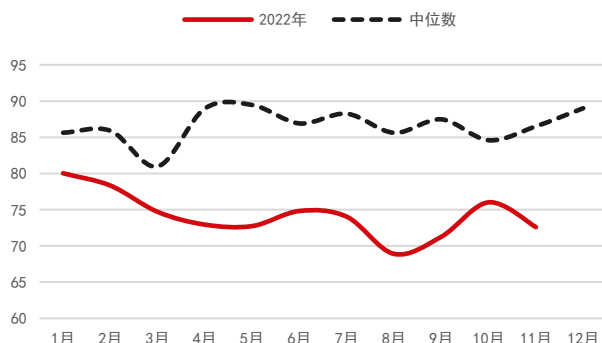
资料来源: CCF 中信期货研究所

从运行来看, 2020~2021 年停车的 PTA 装置有 10 套, 涉及产能共 770 万吨, 其中共有 8 套是单线生产能力低于 100 万吨的, 该部分装置涉及产能共计 411.5 万吨。2022 年除因技改停车的虹港石化 150 万吨/年 PTA 装置之外, 逸盛宁波 200 万吨/年 PTA 装置、恒力石化 220 万吨/年 PTA 装置分布在 7 月下旬及 10 月下旬停车, 受到大型装置停车的影响, 当前国内 PTA 停车装置涉及产能规模提升至 1341.5 万吨, 约占国内产能基数的 19.4%。

装置的停检等导致 PTA 产能的实际利用率并不高。一是 PTA 开工率的高点只有 80%, 这比去年高点降低近 4 个百分点; 二是 PTA 开工率年内均值近 74.2%, 这比去年同期均值降低 4.6 个百分点, 若与近几年开工率中位数相比, 那么今年开工率水平则至少降低了 12 个百分点。

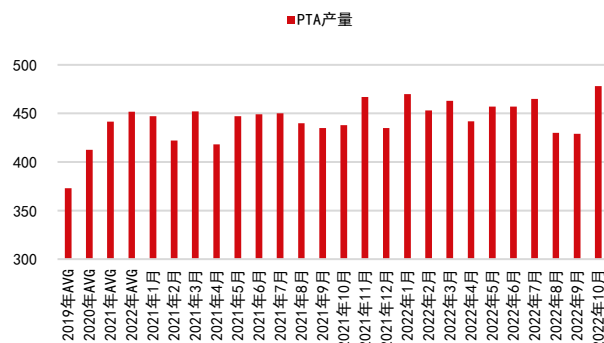
开工率下行也降低了 PTA 产量的扩张速度。产量来看, 1~10 月国内 PTA 总产量近 4544 万吨, 其中, 10 月产出 478 万吨, 也是年内产量的最高水平; 增长来看, 1~10 月 PTA 总产量只比去年同期增加 146 万吨, 同比增速只有 3.3%, 增速比之前三年均值降低了 5.6 个百分点。

图表 27: PTA 开工率变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 28: PTA 产量及产量变化



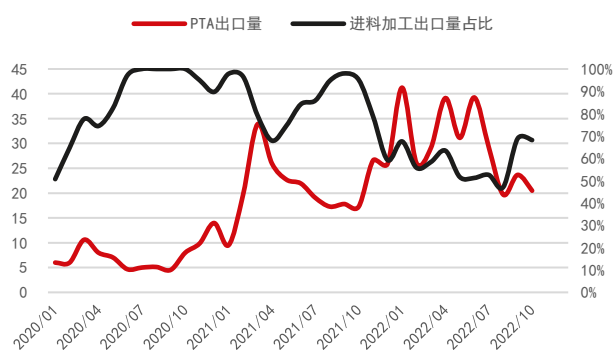
资料来源: CCF 中信期货研究所

## (二) 2022 年 PTA 需求内冷外热

由于聚酯产量没有明显增长,这也使得 PTA 直接需求难有明显的增量,统计来看,1~10 月 PTA 内需总量近 4276 万吨,只比去年同期增加 9 万吨。在内需疲软的市场环境下,寻求出口平衡国内市场供应压力是一个主要的方向,其中,1~10 月 PTA 实现出口总量近 295 万吨,这比去年同期扩张了 95 万吨,同比增速达到 47.6%。

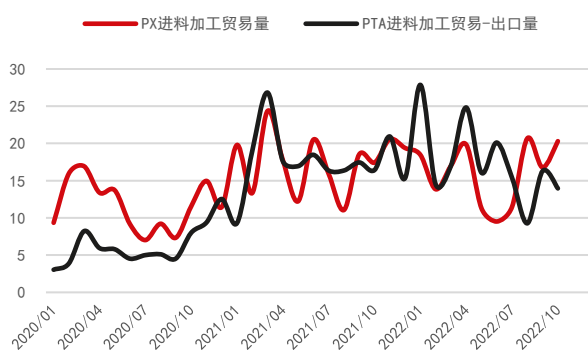
从贸易方式来看,在总量扩张的过程中也呈现出不同以往的变化。一是来料加工 PTA 出口量、出口量占比都维持高水平,其中,2020 年 PTA 来料加工的出口量近 76 万吨,约占全年 PTA 出口总量的 85.6%;2021 年 PTA 来料加工的出口量攀升至 211 万吨,约占全年 PTA 出口总量的 82%;二是来料加工 PTA 出口量保持稳定,其中,2022 年 1~10 月 PTA 来料加工的出口量约 175 万吨,约占 PTA 出口总量的 59%,这一比例比去年至少下降 23 个百分点。

图表 29: PTA 出口量及进料加工出口量占比



资料来源:CCF 中信期货研究所

图表 30: PX 进料加工量和 PTA 进口加工出口量对比



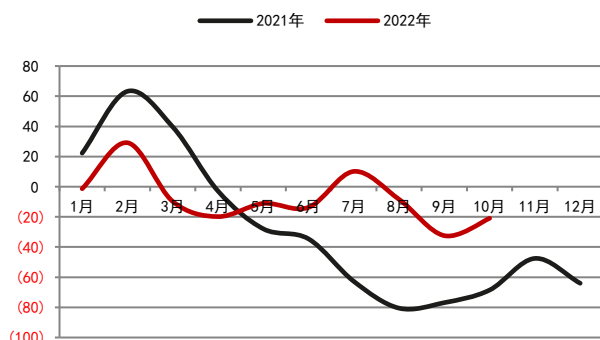
资料来源:CCF 中信期货研究所

## (三) 2023 年 PTA 供需总量及预期

年内 PTA 供需总体是偏紧的,也显著好于市场预期。有几个方面的原因,一是 PTA 产能投放不及预期,产能投放的延期减轻了年内 PTA 供应的过剩压力;二是 PTA 产量不及预期,部分是源自于低利润的影响,部分是源自于弱需求的影响,我们知道,PTA 供应其实对需求的变化是比较敏感的;三是 PTA 出口又好于预期,也在平衡国内市场弱需求的压力。

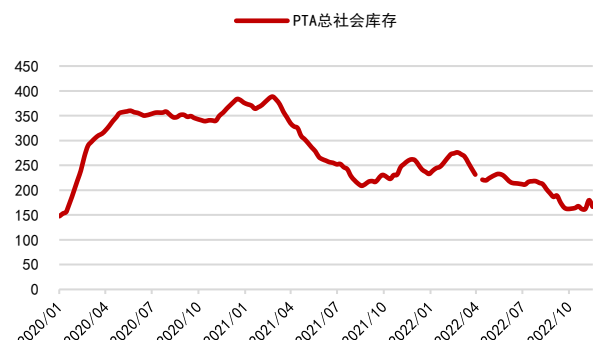
2023 年 PTA 市场我们认为,一、经历连续两年去库后,当下库存总量及显性库存量都降到偏低的水平,这为 2023 年可能的供给增加以及库存增量提供了缓冲;二是 PTA 规划产能的投放,将进一步推升规模化 PTA 生产装置的数据以及规模,在不考虑产能基数剔除的前提下,我国 PTA 产能规模或抬升至 8173 万吨,其中,单线生产能力在 150 万吨以上的 PTA 装置将达到 6540 万吨,占据产能总规模的 80%;三是 PTA 产能扩张仍然是高于下游聚酯的,这意味着 2023 年 PTA 产能的实际利用率仍然是难以显著提升的,甚至有进一步下调的风险。

图表 31: PTA 供需总量变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 32: PTA 社会总库存变化



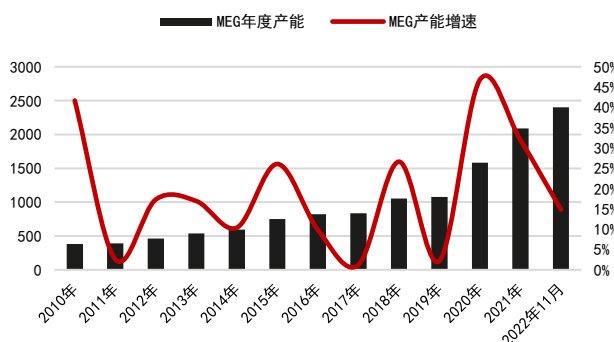
资料来源: 忠朴 中信期货研究所

## 四、2023 年乙二醇供需压力依然较大

### (一) 乙二醇: 产能高、利用率低

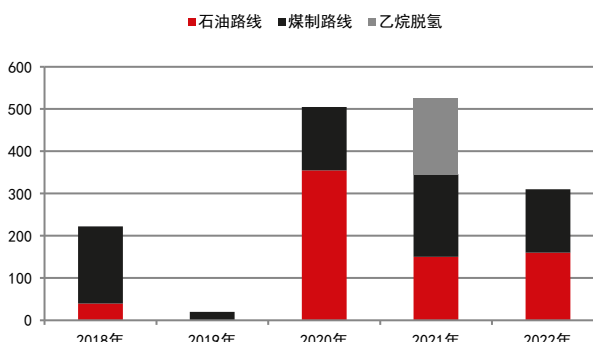
乙二醇产能连续保持高强度的投放节奏, 统计来看, 近三年国内乙二醇产能共新增 1340 万吨, 当中石油路线、煤制路线乙二醇分别新增 705 万吨、698 万吨。从产能结构来看, 当前我国乙二醇产能总规模在 2399.5 万吨, 其中, 石油路线乙二醇产能近 1175.5 万吨, 约占总产能的 49%, 煤制乙二醇产能在 925 万吨, 约占总产能的 38.5%。

图表 33: 乙二醇产能及增速变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

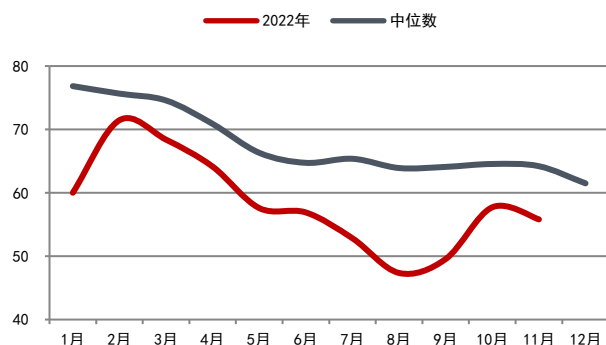
图表 34: 乙二醇新增产能分类统计



资料来源: CCF 中信期货研究所

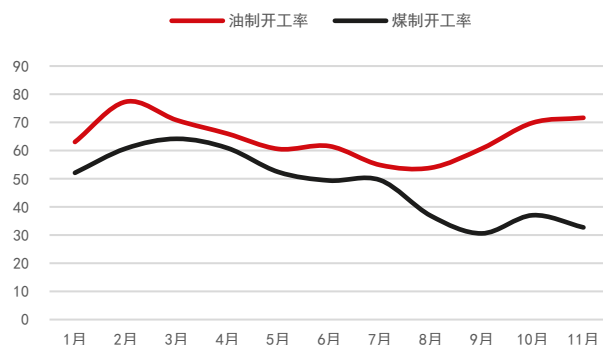
乙二醇开工率均值在下降, 这个客观上受到了产能不断投放的影响。统计来看, 近期国内乙二醇装置平均开工率在 56%, 比年内平均水平低 2 个百分点, 比去年均值低 10 个百分点; 进一步来看, 石油路线装置开工率接近七成, 而煤制路线乙二醇装置开工率接近三成, 这说明近期比较低的开工率是受到了煤制乙二醇的影响。需要注意的是, 乙二醇开工率弹性是比较大的。统计来看, 年内乙二醇开工率峰值在 71.5%, 谷值在 47.4%, 峰值与谷值之差达到 24%, 这也是 2019 年以来的最高水平。

图表 35: 乙二醇开工率变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

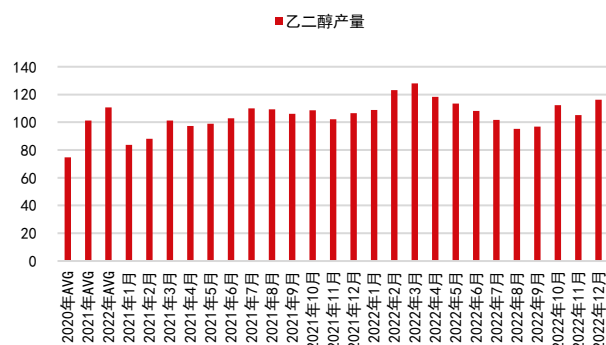
图表 36: 油制和煤制开工率变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

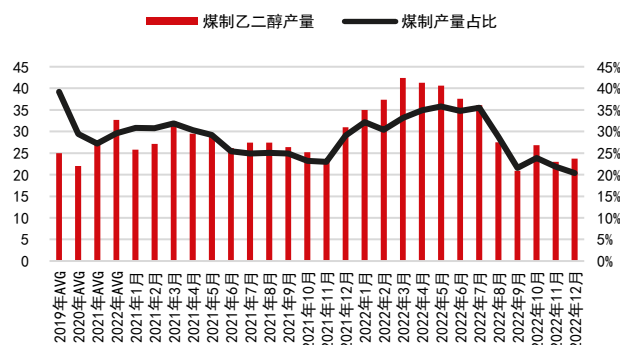
开工率下行也降低了乙二醇产量的扩张速度。产量来看, 预计全年乙二醇总产量近 1330 万吨, 其中, 3 月产出 128 万吨, 也是年内产量的最高水平; 增长来看, 乙二醇总产量比去年同期增加 110 万吨, 同比增长 9.2%, 增速比之前三年均值降低近 12 个百分点。分来源看, 预计全年煤制乙二醇产量近 390 万吨, 比去年同期增加近 60 万吨。

图表 37: 乙二醇产量变化



资料来源: CCF 中信期货研究所

图表 38: 煤制乙二醇产量及产量占比

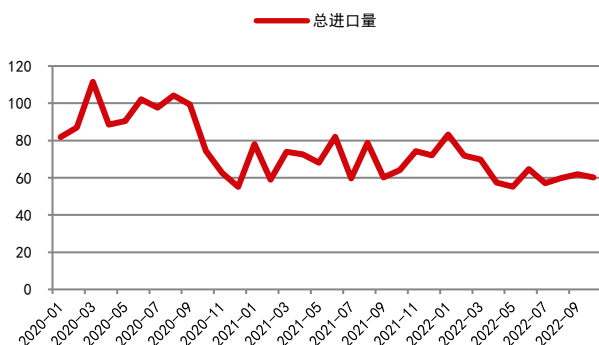


资料来源: CCF 中信期货研究所

## (二) 乙二醇进口总量压缩, 区域来源分化

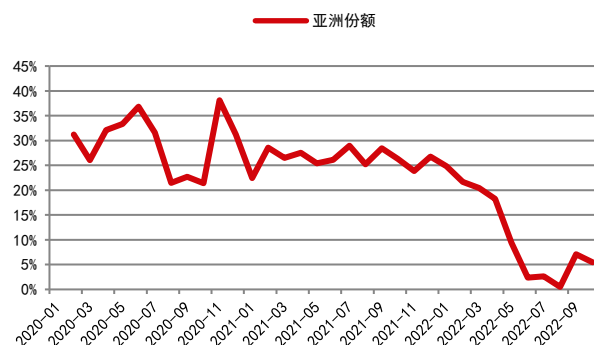
乙二醇进口继续保持压降的趋势。进口总量来看, 1~10 月国内乙二醇进口共 641 万吨, 比去年同期减少近 55 万吨, 在国内乙二醇供给扩张的大环境下, 乙二醇进口总量的减少, 也使得在进口在国内供给总量当中的比例由 2021 年 41%降至当前 37%; 进口来源来看, 1~10 月从中东地区进口 413 万吨, 比去年同期增加 29 万吨, 从北美地区进口 150 万吨, 比去年同期增加 22.5 万吨, 从亚洲地区进口 77 万吨, 比去年同期减少 106 万吨, 从来源变化可以在今年乙二醇供应充裕及价格疲弱的市场环境下, 国内对亚洲地区乙二醇的冲击是比较大的。

图表 39: 乙二醇进口量变化



资料来源: 海关总署 中信期货研究所

图表 40: 2022 年挤压亚洲乙二醇进口



资料来源: 海关总署 中信期货研究所

### (三) 2023 年乙二醇供需总量及预期

1~10 月乙二醇需求总量近 1700 万吨, 与去年同期相比, 没有明显的增长。11~12 月受聚酯减产影响, 乙二醇需求将有所回落, 11~12 月乙二醇需求量均值或降至 163.8 万, 比 1~10 月需求量均值下降 6.6 万吨; 我们预计, 全年乙二醇需求总量或放缓至 2030 万吨, 这将比去年总量减少 10 万吨。

受需求收缩的影响, 全年乙二醇供给过剩量近 50 万吨, 其中, 上半年供给过剩近 80 万吨, 下半年供给缺口近 36 万吨。上半年来看, 2 月 (+37 万吨)、1 月 (+19.3 万吨)、4 月 (+11.0 万吨) 又分别是供给过剩程度靠前的月份; 下半年来看, 8 月 (-16.4 万吨)、9 月 (-12.5 万吨) 供给缺口较大。

展望 2023 年, 我们认为: 一、聚酯需求增速扩张之下, 或带来乙二醇需求总量的扩张, 我们预计 2023 年乙二醇需求总量或在 2160~2200 万吨之间, 同比增速在 6.4~8.4%之间; 二、替代进口的难度和空间都在加大, 直接原因过去两年进口量的压缩主要是对亚洲地区进口货源的压缩, 从目前来看, 绝对量已经比较低, 这也意味着能压缩的空间已比较有限; 三、潜在进口替代基础之上, 满足国内需求所需要的产量水平或在 1480~1500 万吨, 产量对应的增速在 11~13%之间。四、乙二醇既定产量基础上, 考虑到乙二醇产能基数的扩张压力, 预计 2023 年乙二醇平均开工率在 53%~55%, 这比 2022 年乙二醇平均开工率进一步降低 3~5 个百分点。

## 五、结论与建议

三个因素或促成 2023 年聚酯产量的扩张, 一是外需下行提升稳定内需的重要性, 我们认为明年内需或受益于疫情以及刺激政策而扩张; 二是潜在的主动补库过程, 经历 2022 年下游主动去库存之后, 我们认为明年补库过程将提升聚酯的消化能力; 三是今年聚酯产量的收缩, 也为明年聚酯产出的高增长提供了环境, 我们预计明年聚酯产量增速或在 6~8%之间。

对 2023 年 PTA 的看法有：一、经历连续两年去库后，当下库存总量及显性库存量都降到偏低的水平，这为供给增加以及库存增量提供缓冲；二是 PTA 规划产能的投放，将进一步推升规模化 PTA 生产装置的数据以及规模，在不考虑产能基数剔除的前提下，我国 PTA 产能规模或抬升至 8173 万吨；三是 PTA 产能扩张仍然是高于下游聚酯的，这意味着 2023 年 PTA 产能的实际利用率仍然是难以显著提升的，甚至有进一步下调的风险，PTA 和下游聚酯的市场博弈仍然可能是激烈的。

对 2023 年乙二醇的看法是：一、预计 2023 年乙二醇需求总量或在 2160~2200 万吨之间，同比增速在 6.4~8.4%之间；二、潜在进口替代基础之上，满足国内需求所需要的产量水平或在 1480~1500 万吨，产量对应的增速在 11~13%之间。三、乙二醇既定产量基础上，考虑到乙二醇产能基数的扩张压力，预计 2023 年乙二醇平均开工率在 53%~55%，这比 2022 年乙二醇平均开工率进一步降低 3~5 个百分点。

操作策略上，一是 PTA、乙二醇及短纤价格高波动的特征很难被改变，但是估值相对偏低是确定的，仍然是 2023 年主要的配置方向；二是上半年受产能投放冲击影响，PTA、乙二醇价格的弹性或相对较低；下半年伴随需求的扩张，PTA、乙二醇市场或有改善，布局中期做多机会。

## 六、风险提示

- （一）疫情不确定性风险及原油价格下行风险；
- （二）2023 年外需加快下行，内需扩张不及预期风险；
- （三）乙二醇、PTA 供给扩张超预期风险。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>