

聚酯四季度报：供需边际走弱

产业投研部 郑邨飞 15620964101

期货投资咨询证号：Z0010566



FIRST FUTURES

 一德期货有限公司
FIRST FUTURES CO.,LTD.

一诺千金·德厚载富

CONTENTS

- 一、行情回顾
- 二、终端需求疲弱
- 三、PTA前期强势逐步转弱
- 四、MEG弱势依旧



PART 1

行情回顾

行情回顾

PTA行情走势



- 上半年PTA呈现震荡强势上涨，最主要的原因还是受原油大幅上涨的推动，其次是由于效益与原料PX紧缺导致PTA开工较低导致供应受限。
- 下半年价格大跌后震荡，一方面由于原油相应出现回落，一方面由于PTA与PX新产能在四季度投产预期强烈，尽管现货基差强势，但远月的弱预期仍给与偏低的定价。

MEG行情走势



- 上半年在原油大涨背景下EG呈现震荡走势，主要源于EG的大过剩（新产能投放较多）背景，库存亦出现的大幅累积。三季度在高库存以及需求不给力的背景下杀跌。偏低的估值导致供给的被动收缩（国内+进口），导致三季度偏去库，MEG在8月份价格企稳略反弹。

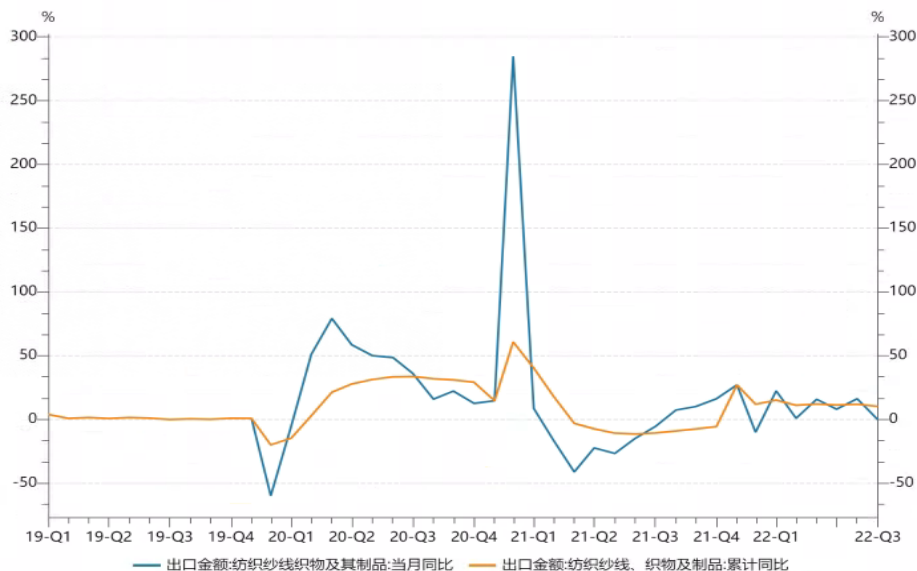


PART 2

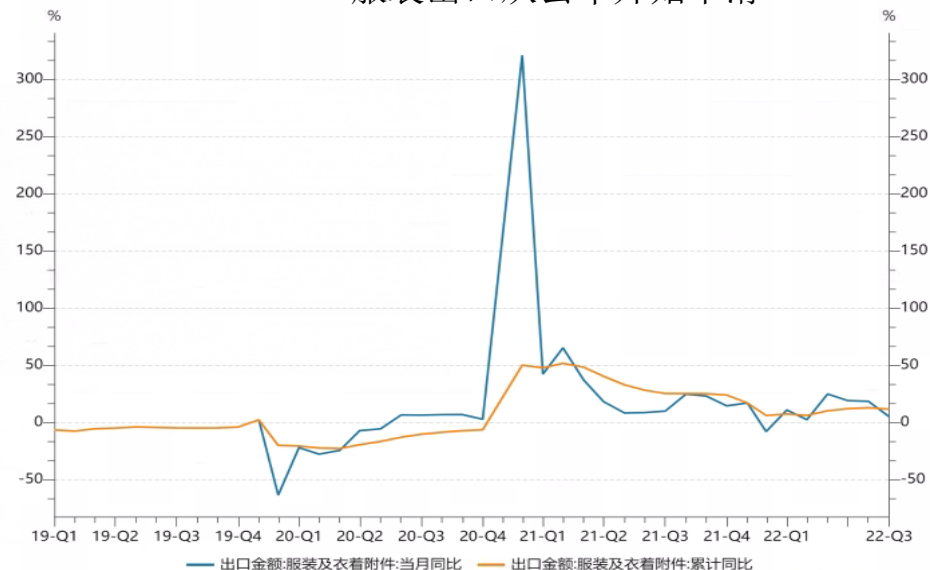
终端需求疲弱

► 外需不佳，预期仍有走弱

纺织品出口名义尚可，8月下滑



服装出口从去年开始下滑



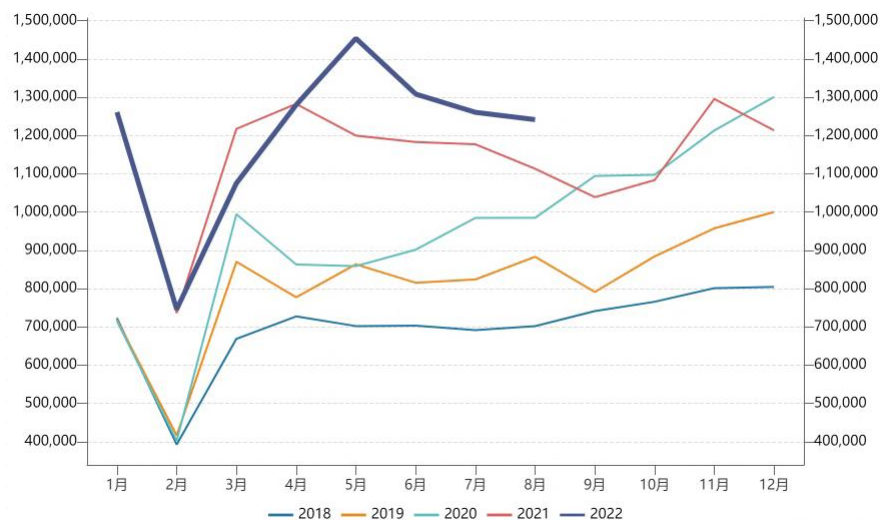
- 1-8月份纺织品累计出口同比增10.2%，8月同比降0.2%。月度出口已经开始走弱。
- 1-8月服装出口累计同比增11.6%，8月同比增5.1%，服装去年开始下滑明显。
- 从数据上看纺织品出口数据表现不怎么弱，仍是正值，主要原因在于：1、前期做的是以前的单子，订单一般滞后3个月甚至半年。2、由于今年大宗价格大幅上涨，纺织服装价格亦跟随上涨。
- 但从当前的调研结果看，至少目前看四季度外单仍没有大的起色。预期仍偏弱。

服装价格同比涨幅明显

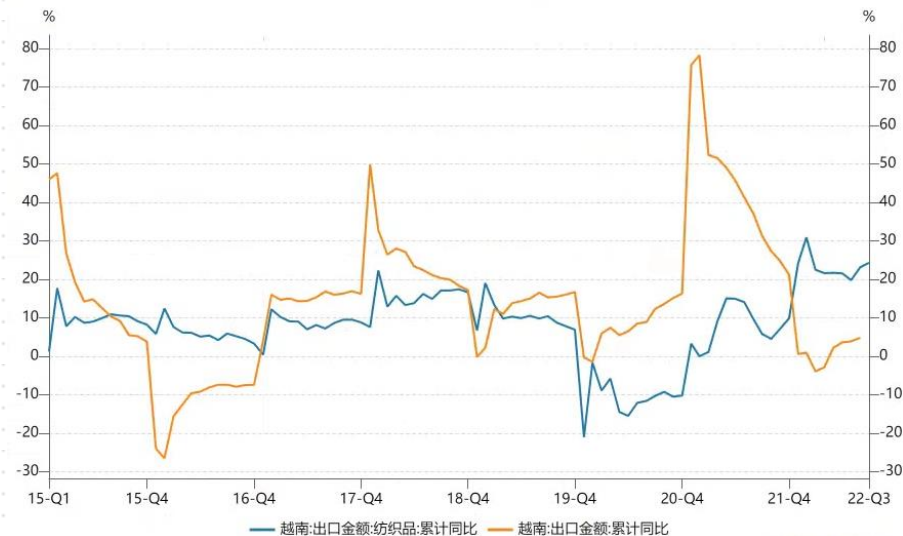


东南亚出口恢复，挤占我国出口，但近期有所下滑

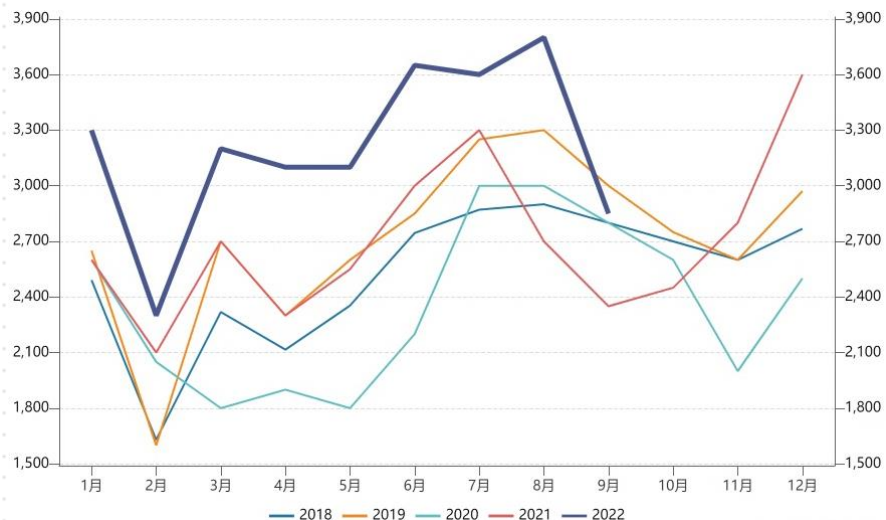
越南：出口:当月值



越南：总出口增速回到往年水平



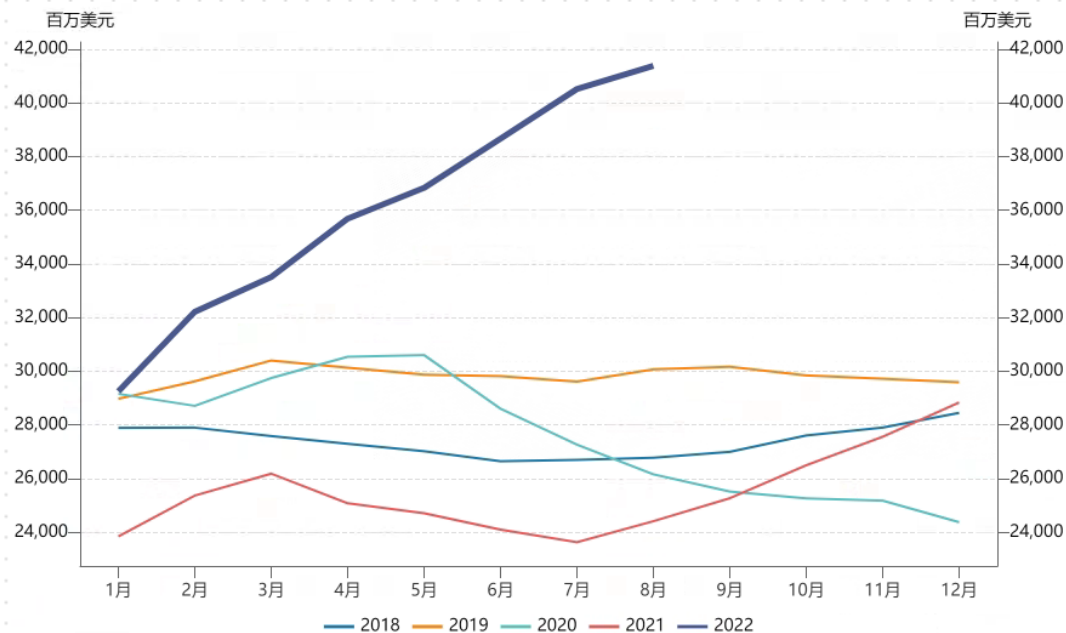
越南：出口金额：纺织品：当月值（9月下滑明显）



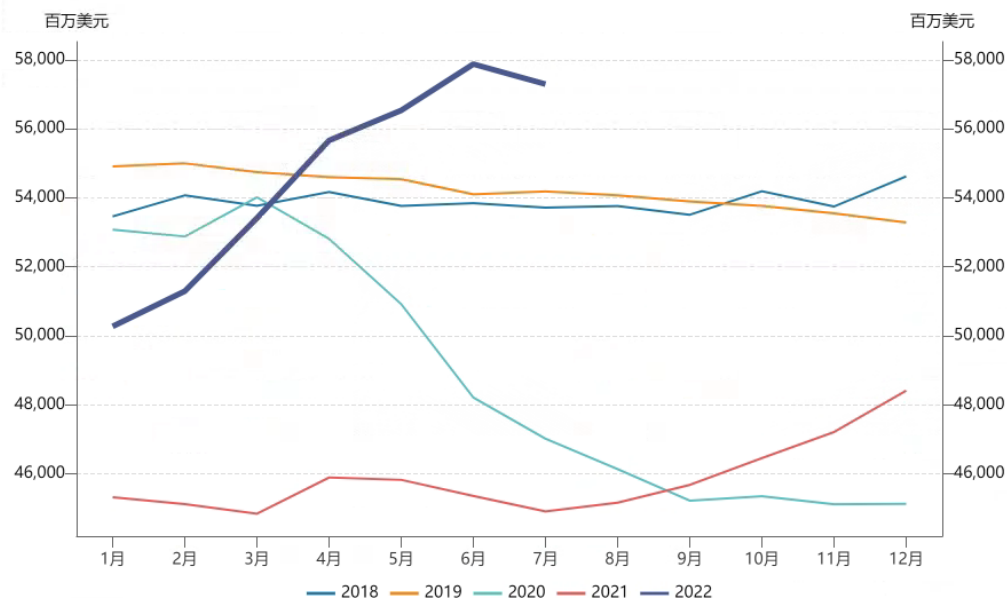
- 去年开始随着国外疫情的“躺平”政策，东南亚终端产能有所复苏，出口恢复，挤占我国终端出口的空间，特别是低端劳动密集型的纺织服装。
- 但近期国外补库结束，东南亚出口有所下滑。从数据看越南出口下滑回到往年水平，纺织出口累计同比仍高于往年水平，但环比看9月纺织品出口下滑已经比较明显了。

► 国外流通环节库存相对较高—或进入主动去库存阶段

美国：批发商库存：非耐用品：服装及服装面料：季调



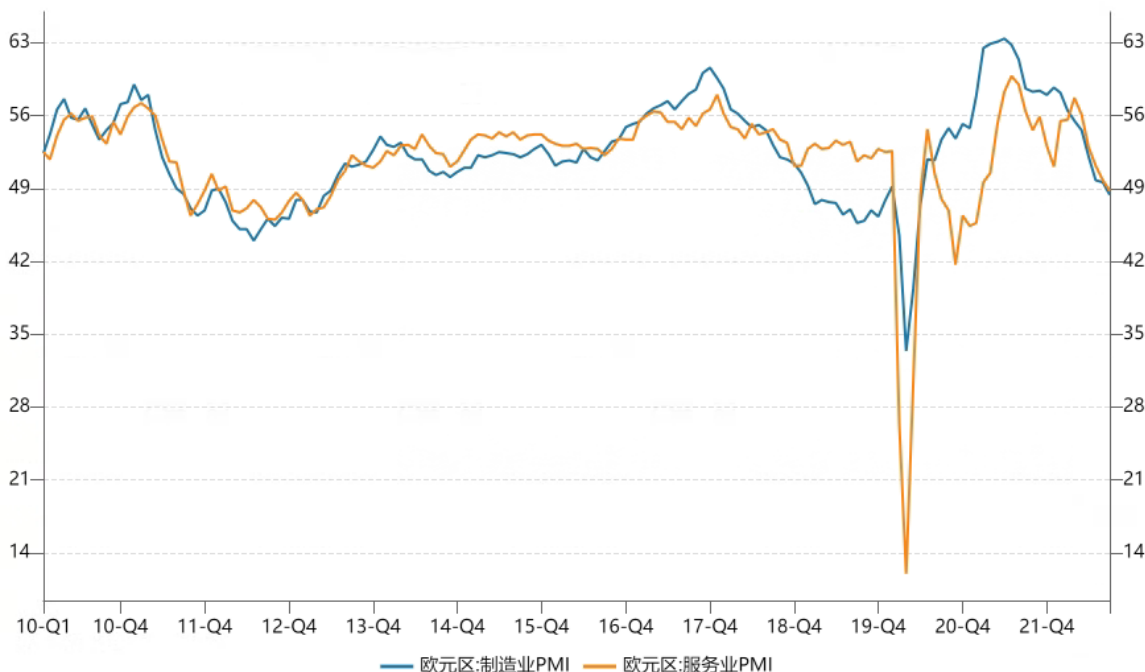
美国：零售库存：服装及服装配饰店：季调



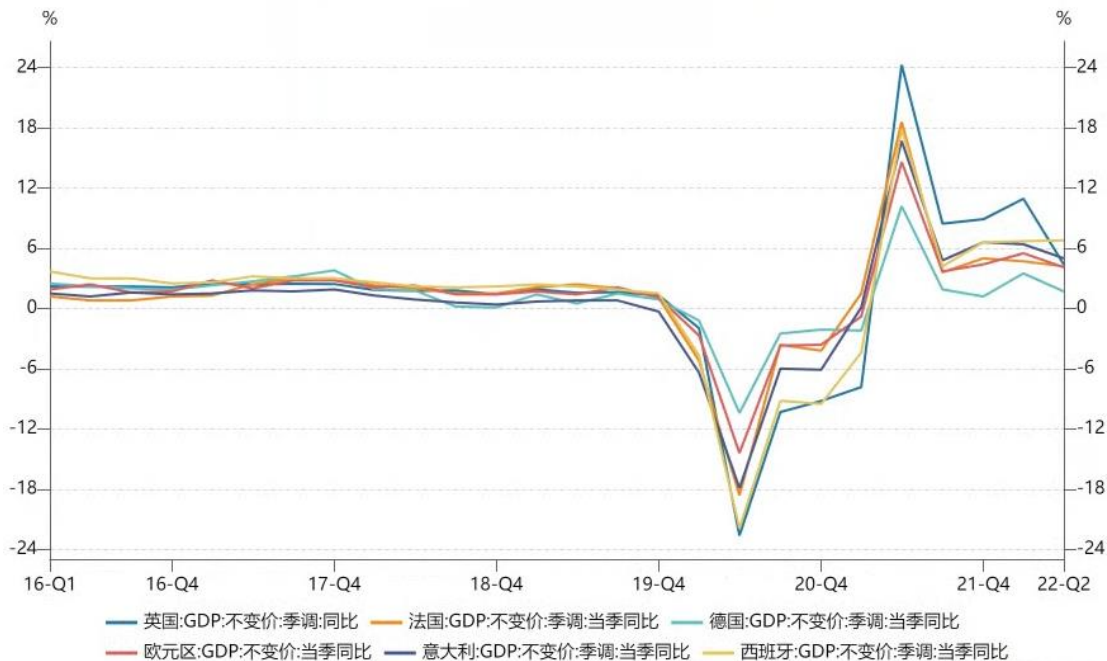
- 2020年疫情导致的国外低库存已经在2021年下半年回补（国际物流缓解，当然其中亦有价格上涨的因素），目前批发商和零售库存以及处在相对高位。
- 可以确定的是，美国前期的补库已经完成，再加上随着联储继续激进加息，消费或环比放缓，美国或进入主动去库存阶段，不利于我国纺织服装外贸出口。

▶ 欧洲已经有衰退的苗头

欧洲制造业PMI值已经连续3月破50



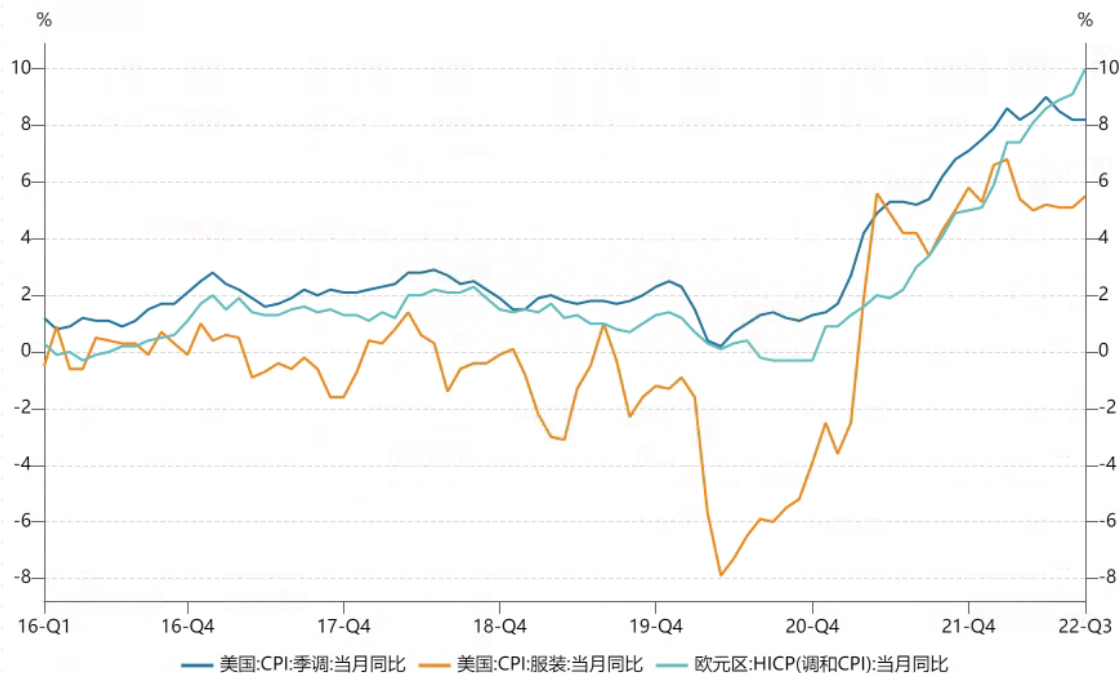
欧洲主要经济体GDP走势



- 由于俄乌冲突导致能源短缺，价格高企，欧洲通货膨胀率高企，严重抑制消费。另外欧洲央行继续加息的可能性依然存在。
- 同时能源短缺使得生产端经济活动严重下滑，其中德国是受天然气供应削减最严重的国家之一，欧元区制造业PMI已经连续三个月低于荣枯线。
- 据彭博调查，欧元区未来12个月GDP连续两个季度收缩的可能性为80%，高于之前调查的60%。

美国高通胀持续，联储继续大幅加息的可能性依然强烈

欧美通胀高企



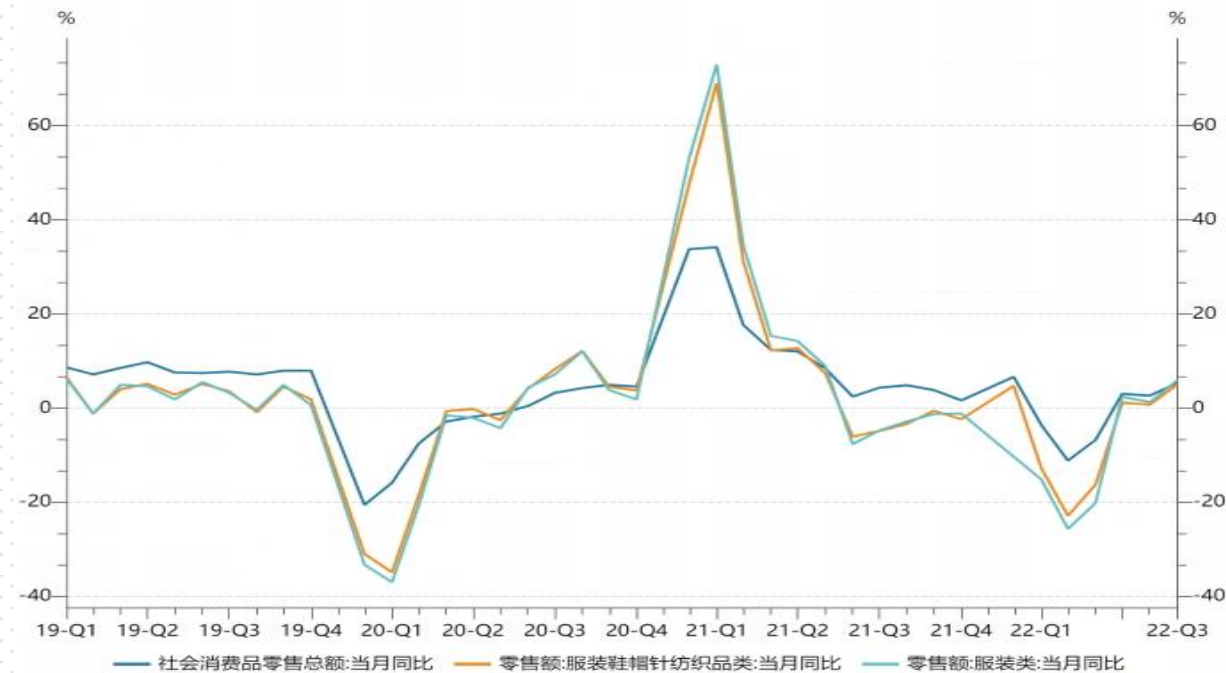
美国PMI依然处于扩张区间



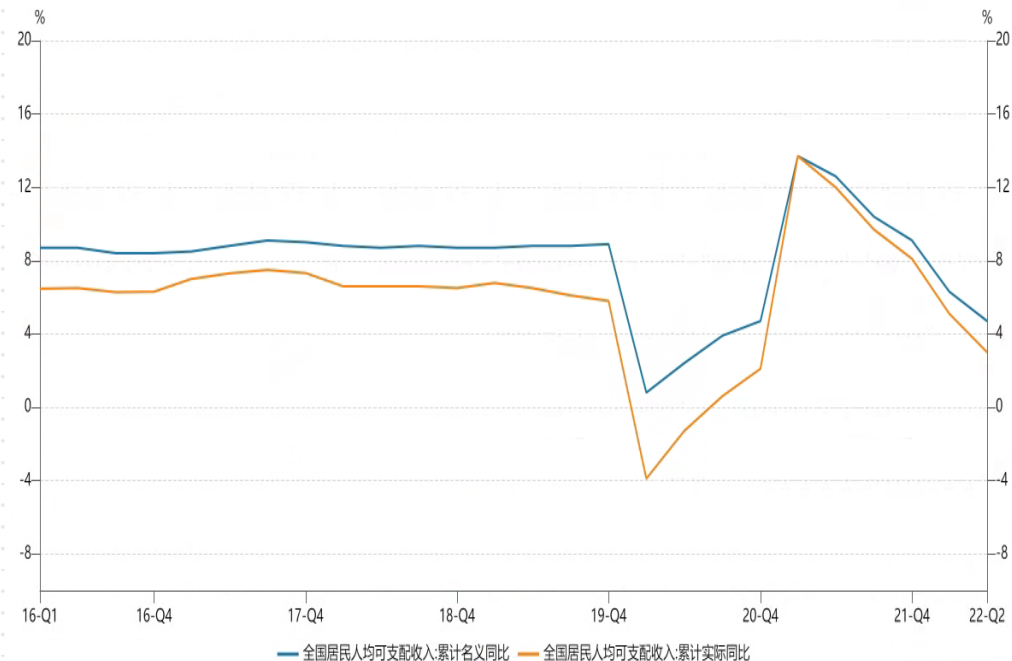
- 一方面美国9月CPI环比增长0.4%，同比增长8.2%，继续超预期，其中服装CPI亦处于相对高位。高通胀本身就会抑制需求。
- 另一方面，美国非农数据相对强劲（美国9月份新增非农就业岗位为26.3万个，高于市场预期的25万个，但低于8月份的31.5万个，美国9月份失业率为3.5%，而市场预期和8月份失业率均为3.7%）；同时美国PMI相对于欧洲等其他国家要强劲不少，目前PMI特别是服务业PMI依然处于荣枯线之上，强劲的经济数据为联储继续加息提供依据，而加息对于经济需求是抑制，在金融层面也利空大宗商品。

内需不温不火

社零数据不温不火

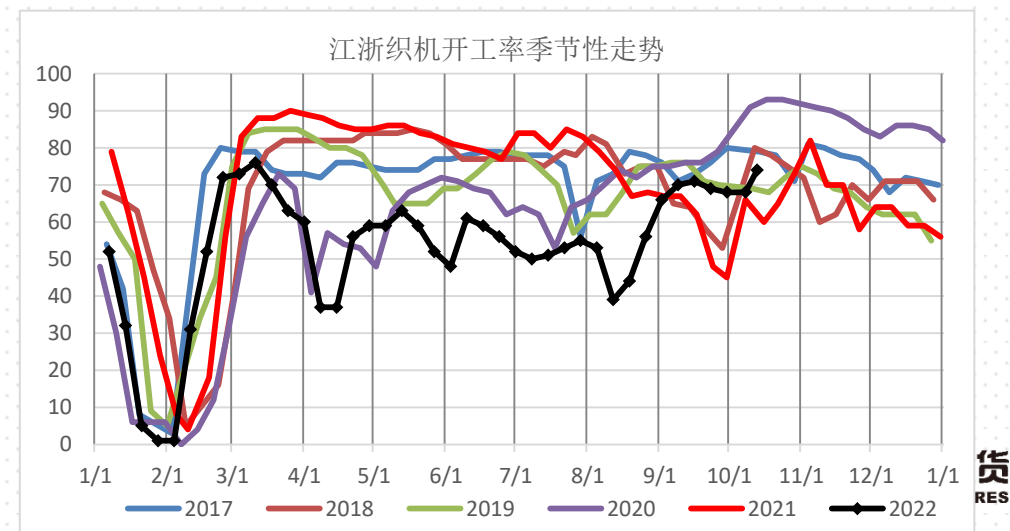
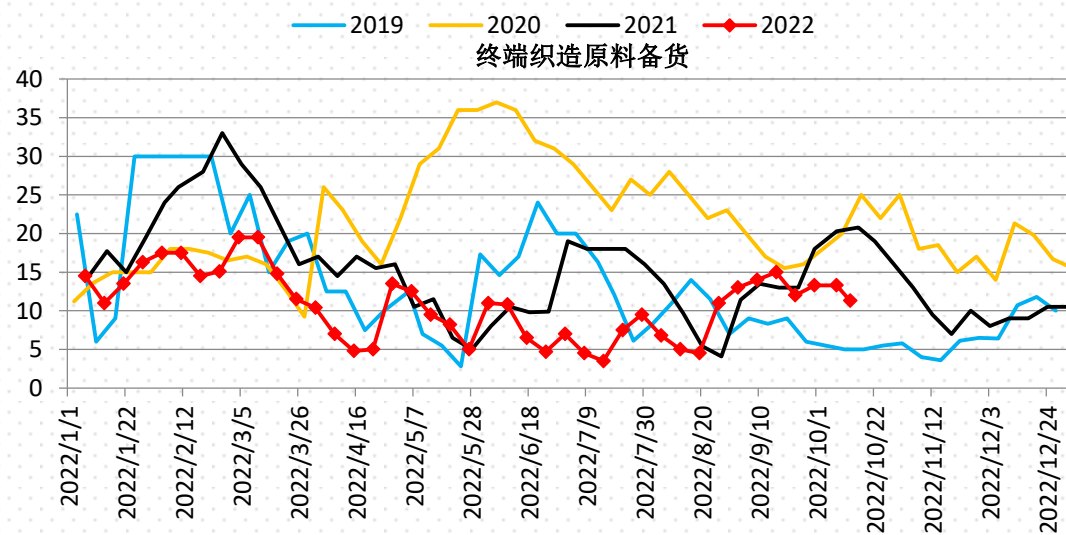
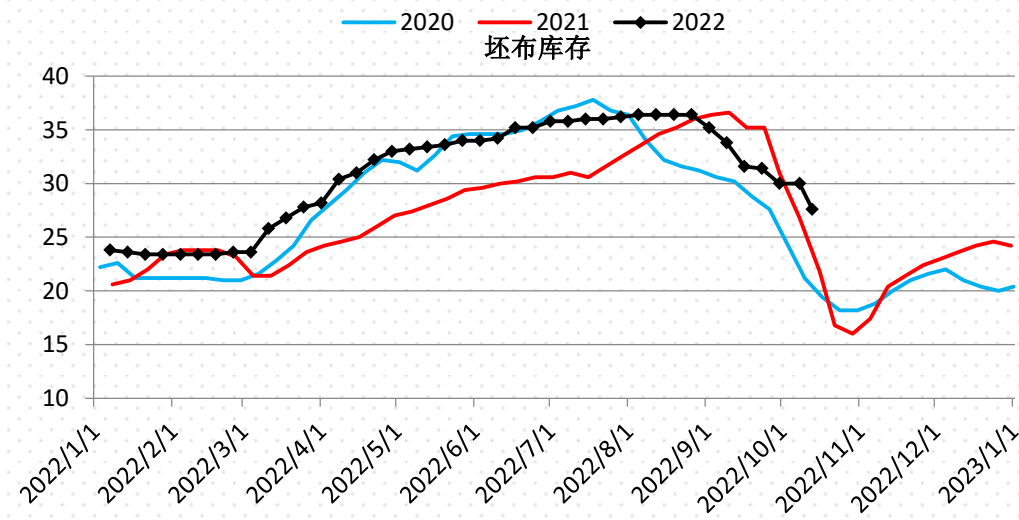
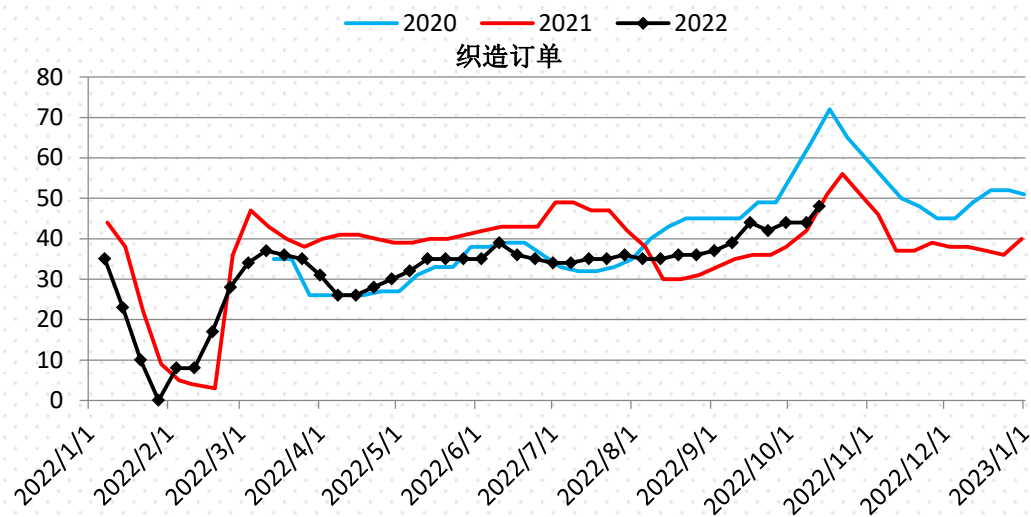


居民可支配收入下滑

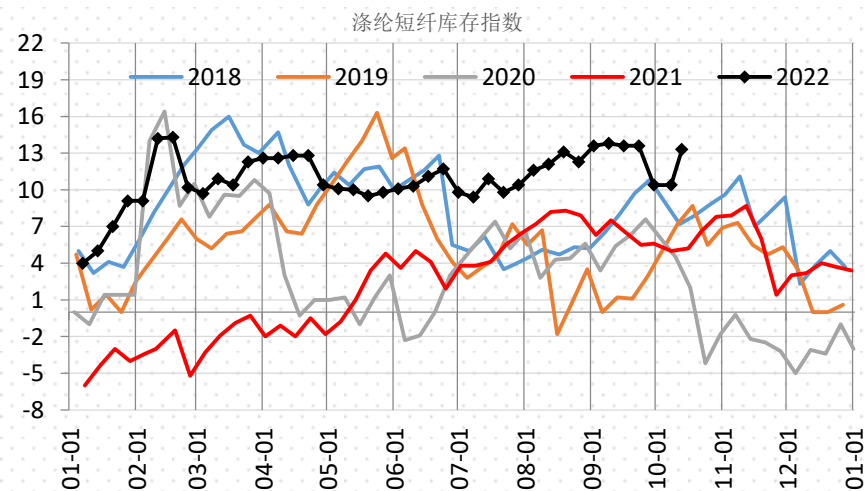
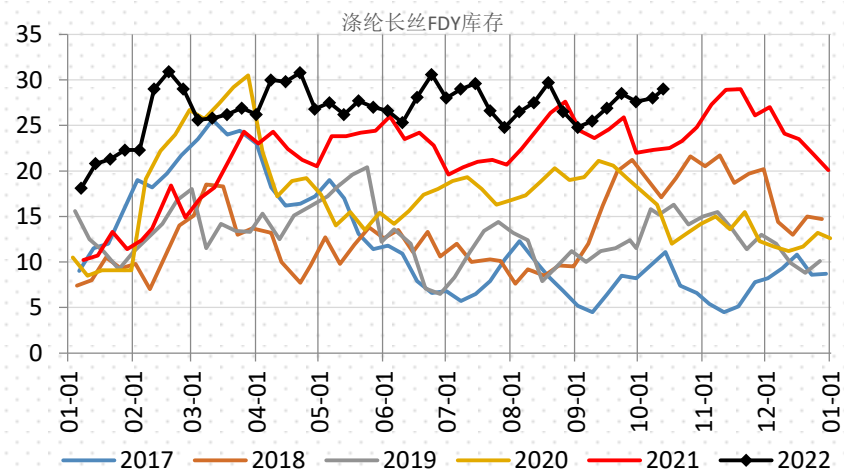
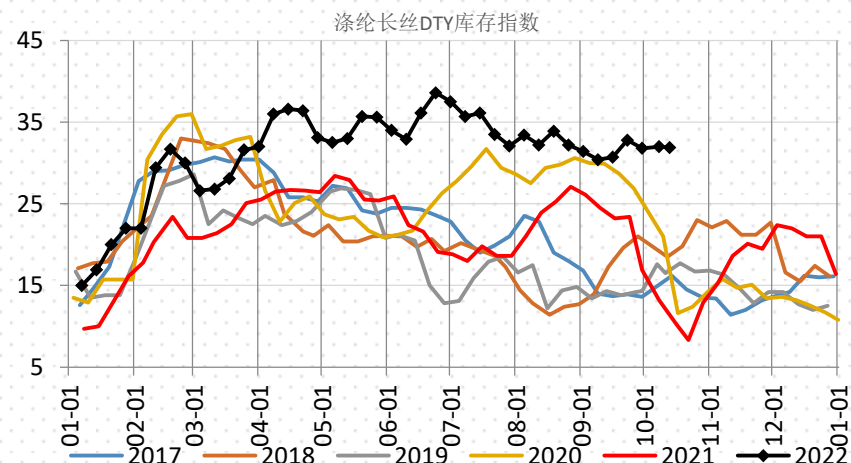
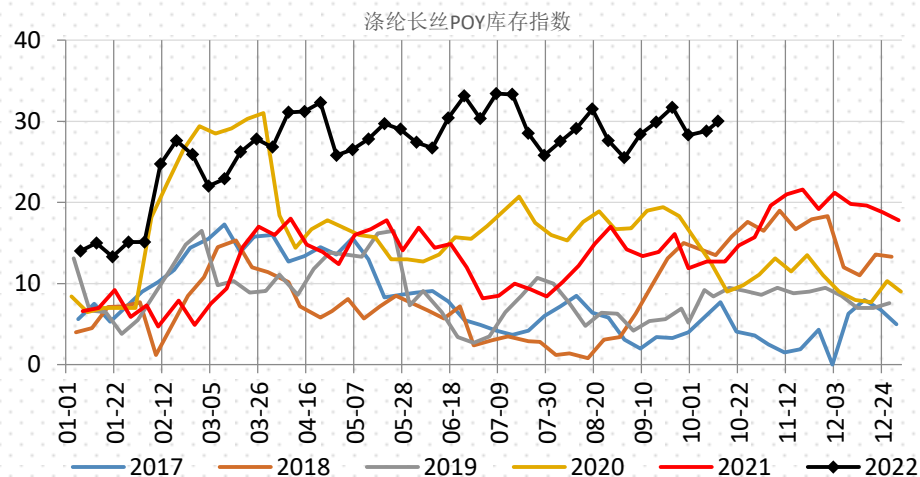


- 8月社会消费品零售总额同比增长5.4%。
- 其中服装鞋帽针纺织品类8月为增长5.1%，环比好转。预计金九银十环比仍有一定好转。
- 但同比较差。一方面今年地产销售较差影响家纺销售（占据内需的30-40%），一方面今年国内多方面影响导致居民收入受一定影响（当前居民可支配收入同比下滑明显，增速低于19年之前水平），不利于非必须消费品纺织服装的需求。
- 总体看，对于四季度内需的预期依然较为谨慎。

下游需求金九银十季节改善但力度有限

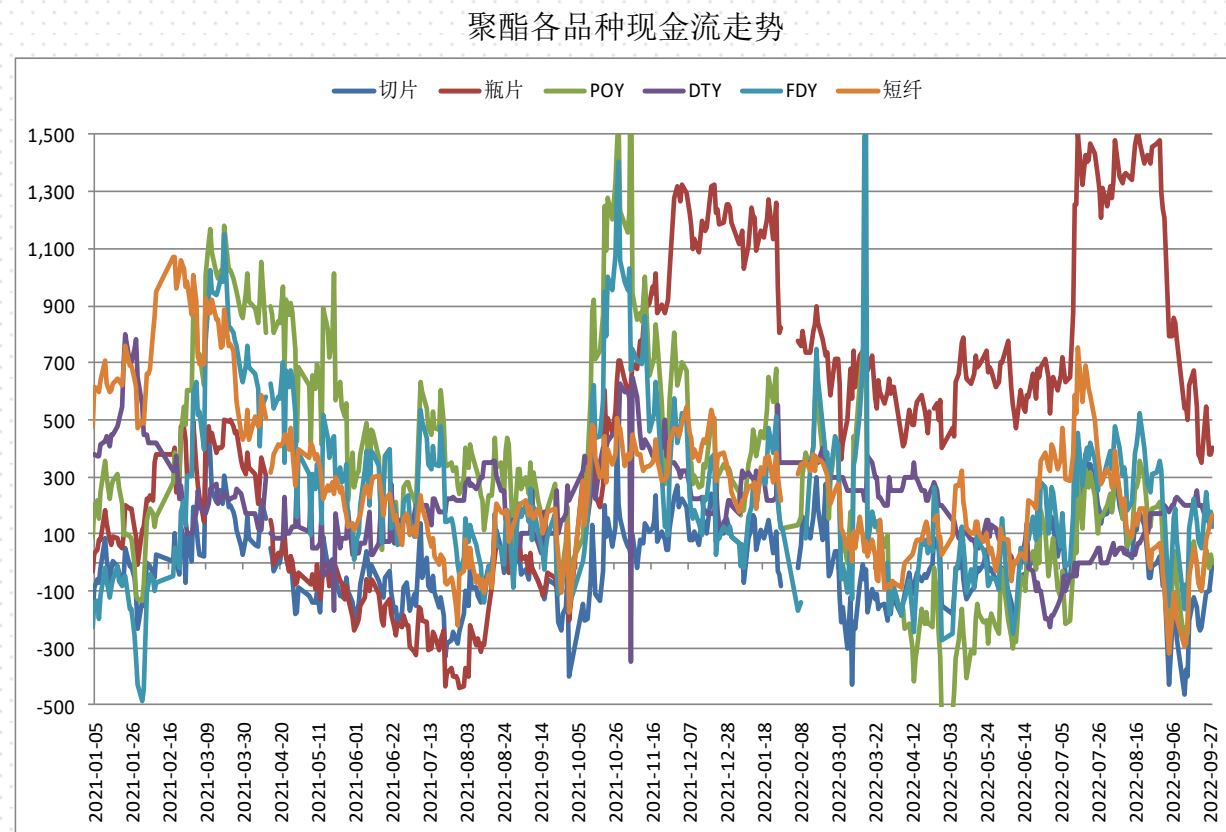
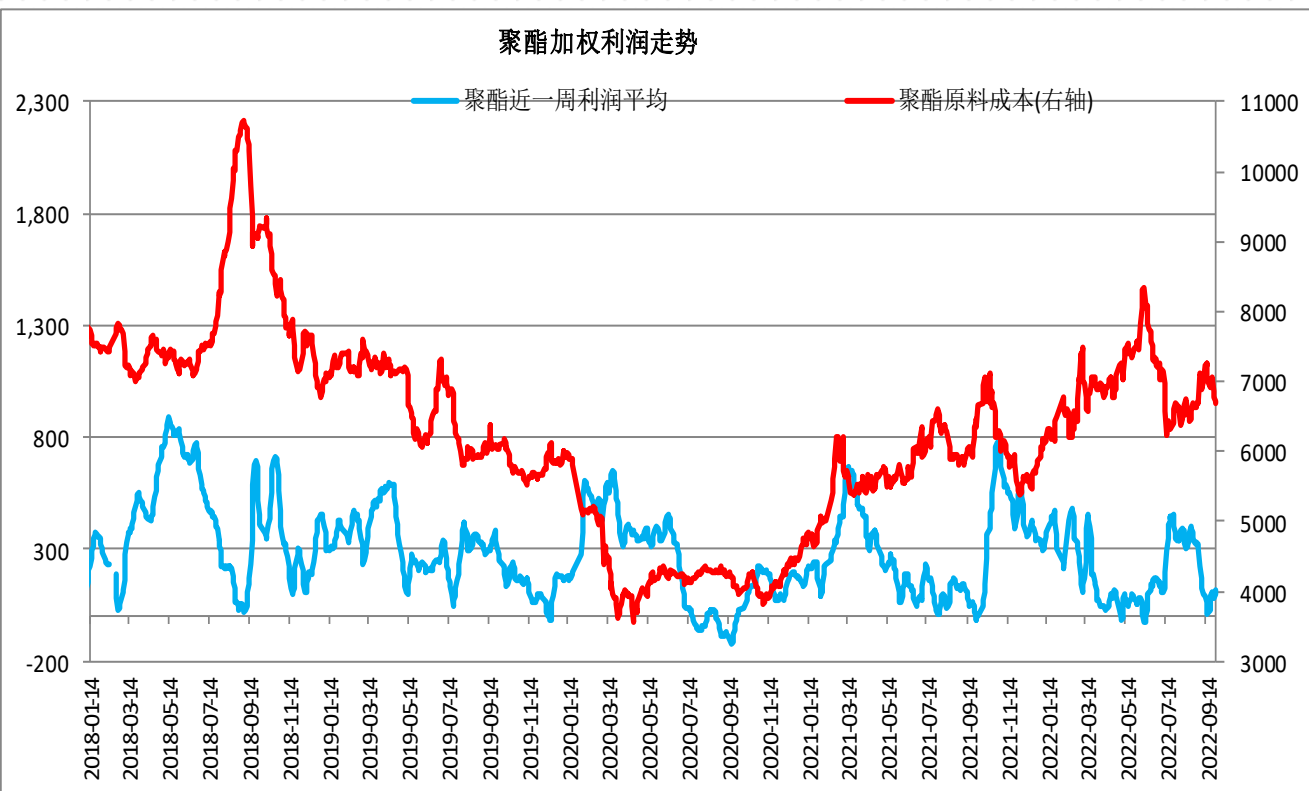


► 聚酯压力仍然较大-库存高企



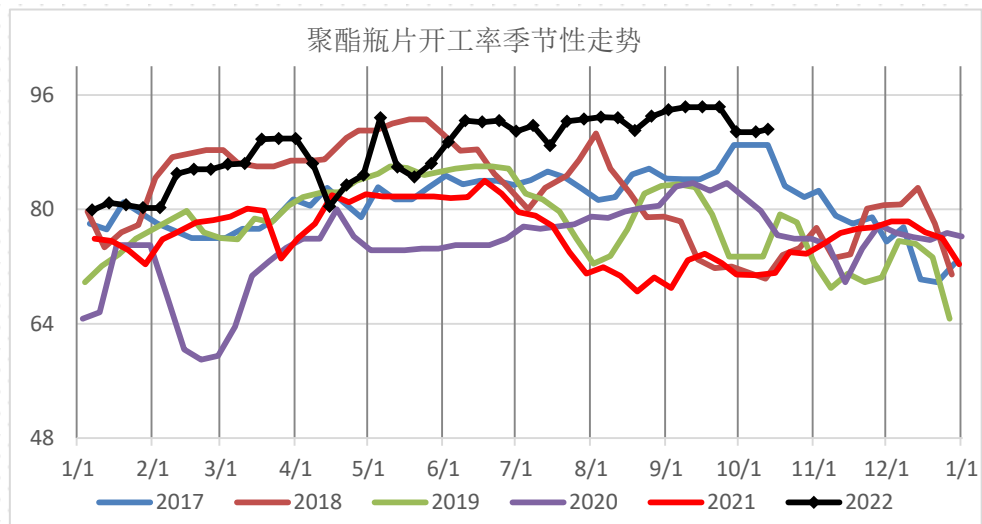
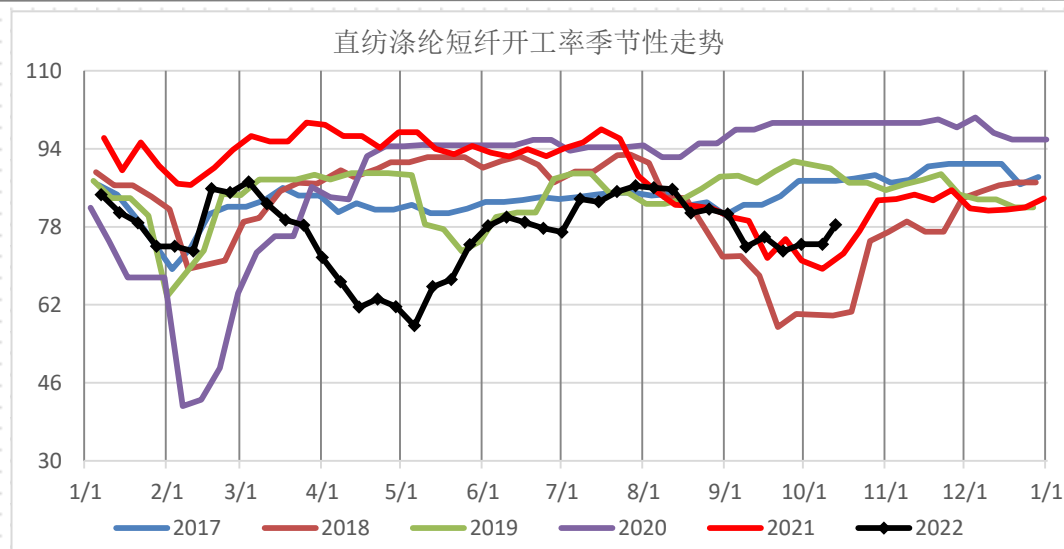
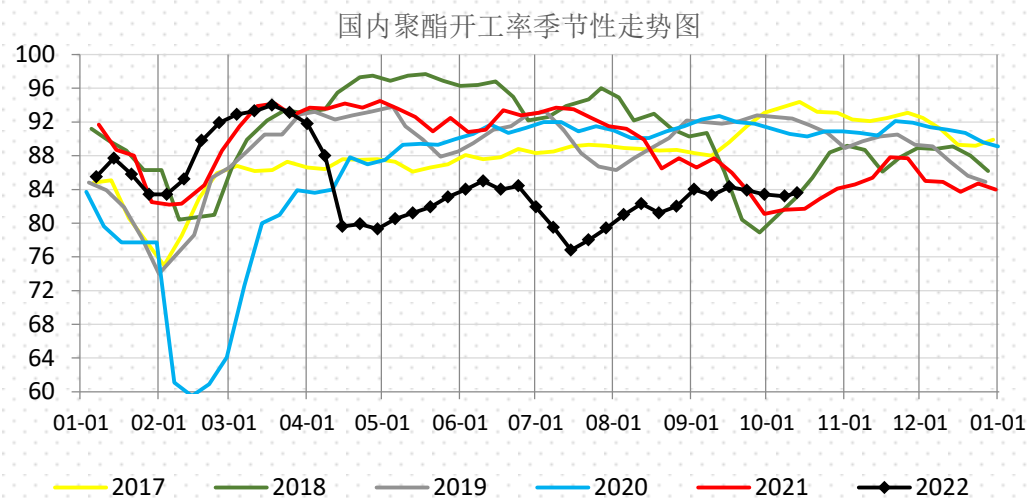
➤ 从聚酯库存角度看，当前聚酯库存仍然处于历年同期较高水平，限制聚酯开工。

► 聚酯压力仍然较大-利润不佳



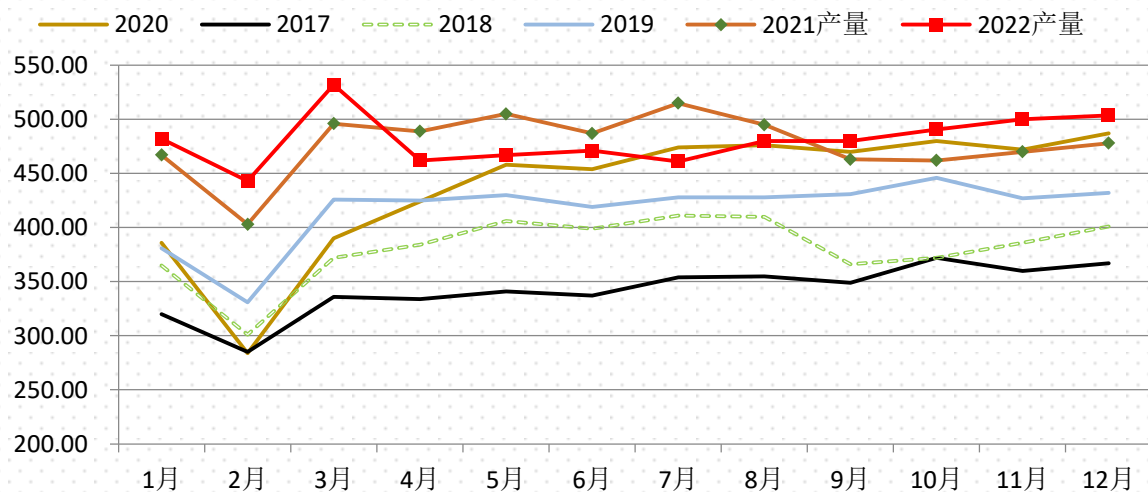
- 8月份以来聚酯特别是前纺利润不佳，短纤利润亦处于较低的位置，前期利润较好的瓶片由于季节性因素利润亦出现了明显的下滑，整体上对于聚酯开工亦是很大的抑制。

► 聚酯开工环比回升，但继续大幅提升受限



▶ 聚酯今年产量预计0增长

聚酯	2012	2013	2014	2015	2016	2016同比	2017	2017同比	2018	2018同比	2019	2020	2021产量	2022产能	2022开工率	2022产量	产量增速
1月	235.00	262.00	245.00	294.00	266.00	-9.52%	320.00	20.30%	365.00	14.06%	381.00	386.00	467.00	6616	86%	482	3.21%
2月	232.00	227.00	215.00	236.00	234.00	-0.85%	285.00	21.79%	301.00	5.61%	331.00	284.00	403.00	6616	87%	443	9.93%
3月	224.00	265.00	272.00	288.00	309.00	7.29%	336.00	8.74%	372.00	10.71%	426.00	390.00	496.00	6671	94%	532	7.26%
4月	226.50	258.00	283.00	313.00	320.00	2.24%	334.00	4.38%	384.00	14.97%	425.00	424.00	489.00	6751	82%	462	-5.52%
5月	230.00	283.00	305.00	325.00	333.00	2.46%	341.00	2.40%	406.00	19.06%	430.00	458.00	505.00	6771	84%	467	-7.52%
6月	235.00	277.00	272.00	295.00	316.00	7.12%	337	6.65%	399.00	18.40%	419.00	454.00	487.00	6787	83%	471	-3.29%
7月	244.00	283.00	266.00	291.00	325.00	11.68%	354	8.92%	411.00	16.10%	428.00	474.00	515.00	6877	79%	461	-10.49%
8月	253.00	272.00	255.00	288.00	303.00	5.21%	355	17.16%	410.00	15.49%	428.00	476.00	495.00	6880	82%	480	-3.03%
9月	260.00	264.00	260.00	301.00	284.00	-5.65%	349	22.89%	366.00	4.87%	431.00	470.00	463.00	6940	83%	480	3.67%
10月	256.00	264.00	286.00	303.00	325.00	7.26%	372	14.46%	372.00	0.00%	446.00	480.00	462.00	7009	84%	491	6.19%
11月	252.00	253.00	292.00	291.00	318.00	9.28%	360	13.21%	386.00	7.22%	427.00	472.00	470.00	7059	85%	500	6.38%
12月	260.00	262.00	300.00	298.00	326.00	9.40%	367	12.58%	401.00	9.26%	432.00	487.00	478.00	7109	85%	504	5.34%
聚酯	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年						
产量	2907.50	3170.00	3251.00	3523.00	3659.00	4110.00	4573	5004	5255	5730	5772						
产量增速		9.03%	2.56%	8.37%	3.86%	12.33%	11.27%	9.42%	5.02%	9.04%	0.73%						
产能增速	15.63%	10.95%	7.62%	2.20%	1.55%	4.69%	14.10%	6.48%	6.29%	7.21%	6.02%						



➤ 1-9月份聚酯产量累计同比减少0.97%，主要由于效益与库存因素导致减产，目前看预计四季度聚酯产量亦难有较大的增幅，今年聚酯产量整体增速预期在0%上下。



PART 3

PTA前期强势逐步转弱



PART 3.1

石脑油相对于原油仍将维持弱势

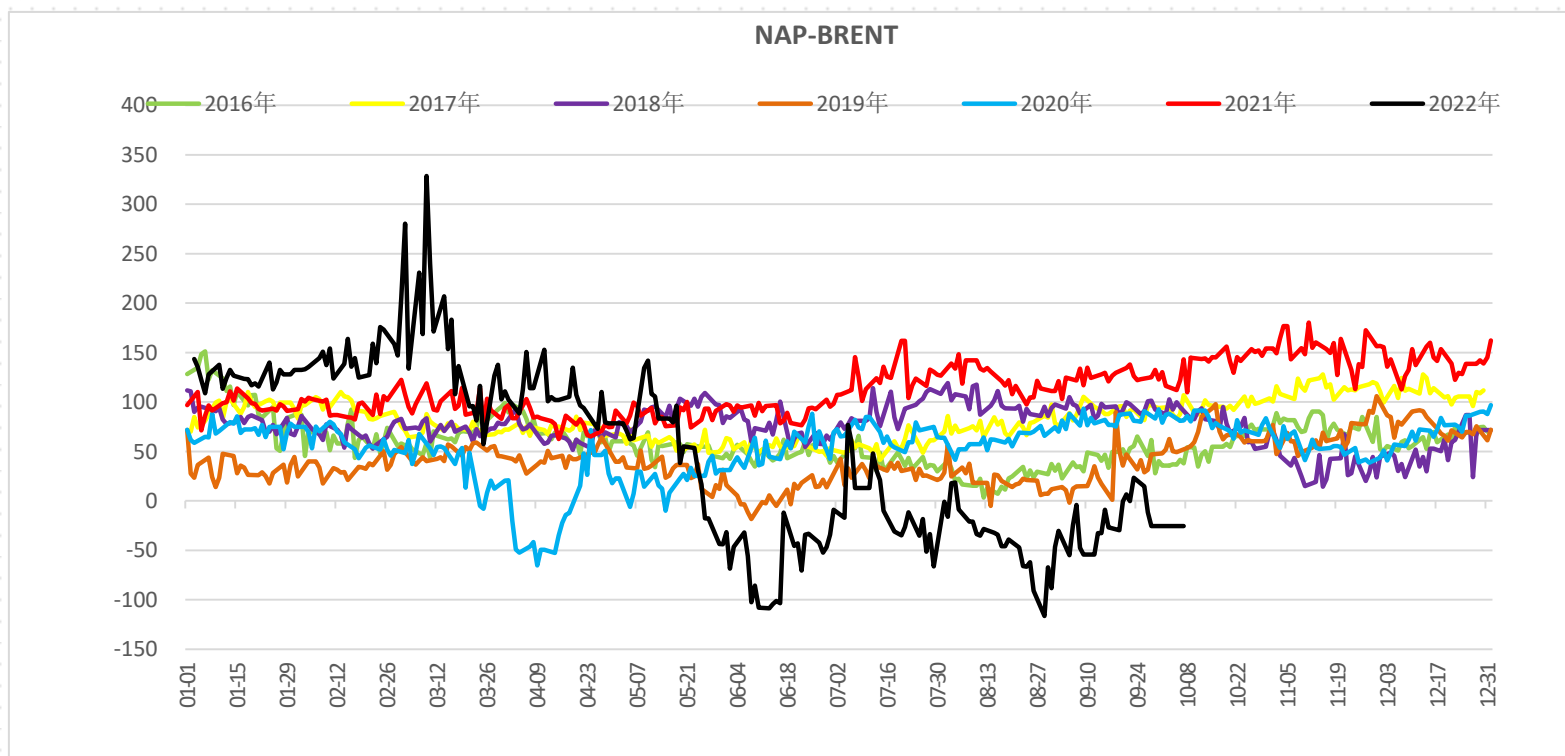
► 石脑油跟随原油但今年劈叉

石脑油与BRENT走势



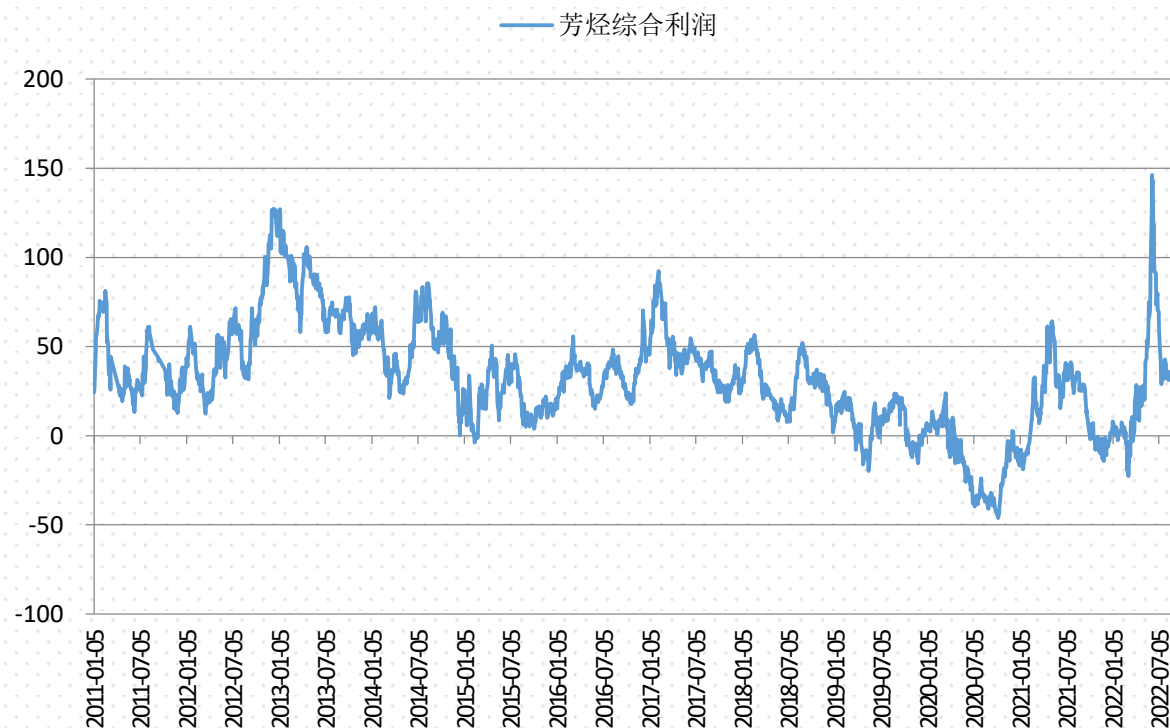
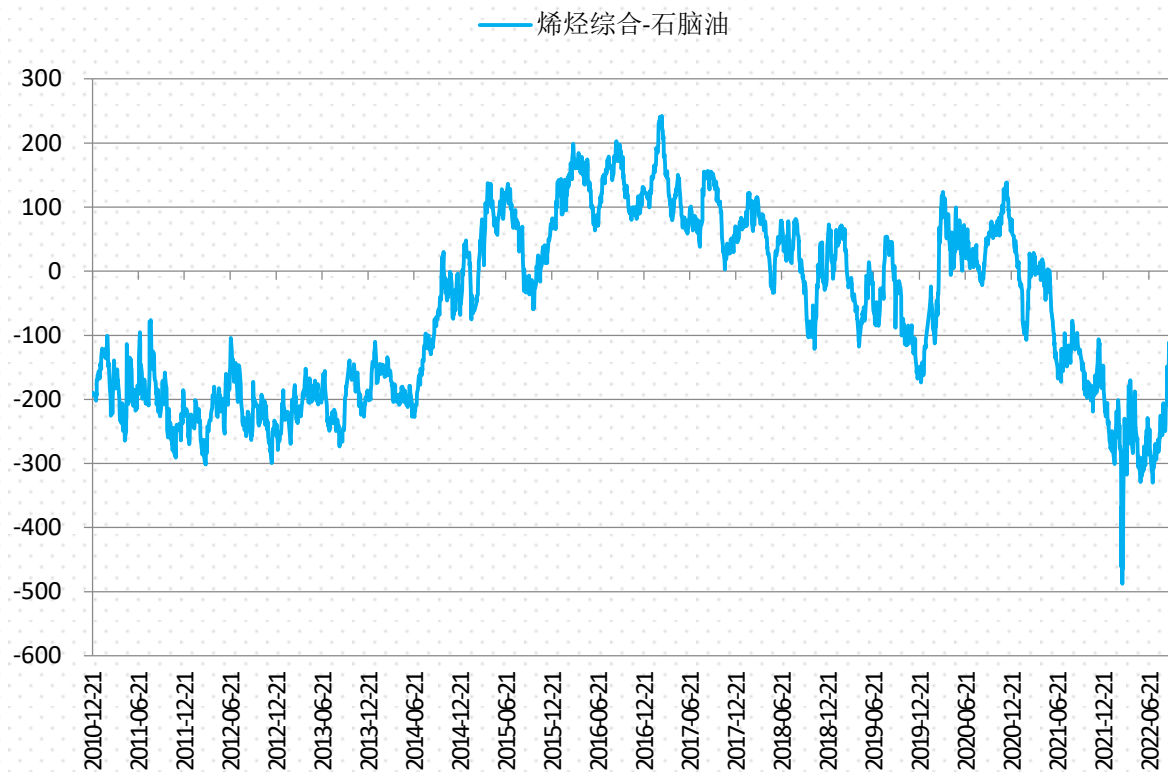
- 石脑油与原油价格相关度较高。
- 石脑油价格俄乌战争初期冲高，随后回落，统计角度看目前已经处于疫情前期的正常水平。
- 石脑油价格与原油价格出现较大背离是在今年5月份以后。主要原因是石脑油受下游化工需求的拖累。

► 下游化工需求弱势使得石脑油倒挂原油



- 从NAP与布伦特的价差可以看出，NAP-BRENT价差5月份以后迅速走低，目前仍倒挂原油。
- 主要原因在于化工在强成本与弱需求的双重打压下利润下滑明显，工厂降低开工，减弱石脑油需求。

► 烯烃系利润与芳烃系利润冰火两重天



- 整体看，烯烃系的利润压缩比较明显，而芳烃系由于二季度美国调油逻辑，以及亚洲芳烃装置二三季度集中检修，导致芳烃产品利润整体不错。
- 而芳烃主要是重石脑油，而市场上交易的基本都是轻石脑油用于裂解，这也是我们看到的石脑油倒挂原油的原因。
- 四季度看，由于下游化工需求依然没有太高的预期，预计石脑油相对于原油仍将保持弱势。



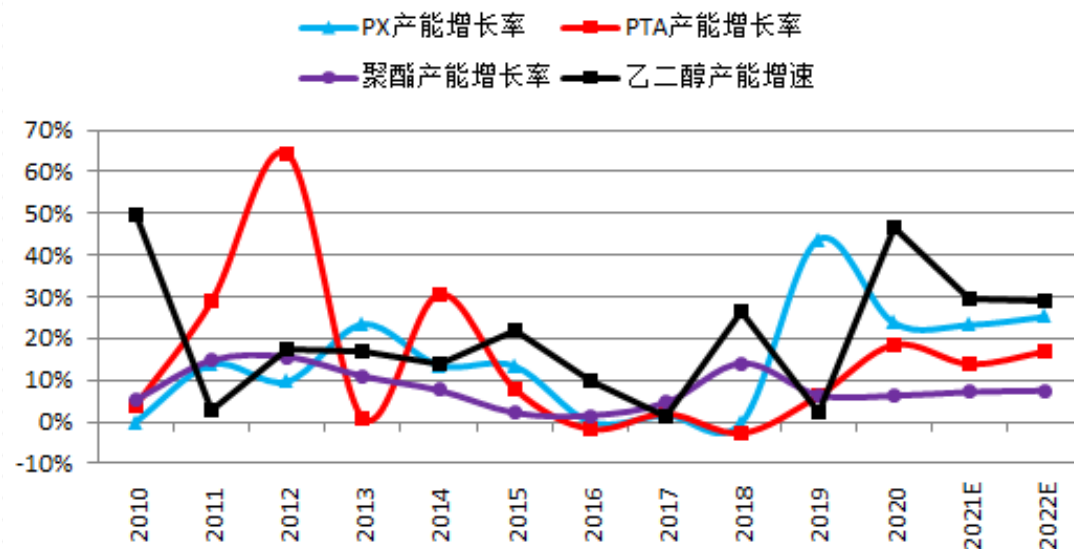
PART 3.2 PX紧张时段逐步过去

► PX四季度新产能预期投放

2022年PX产能投放表

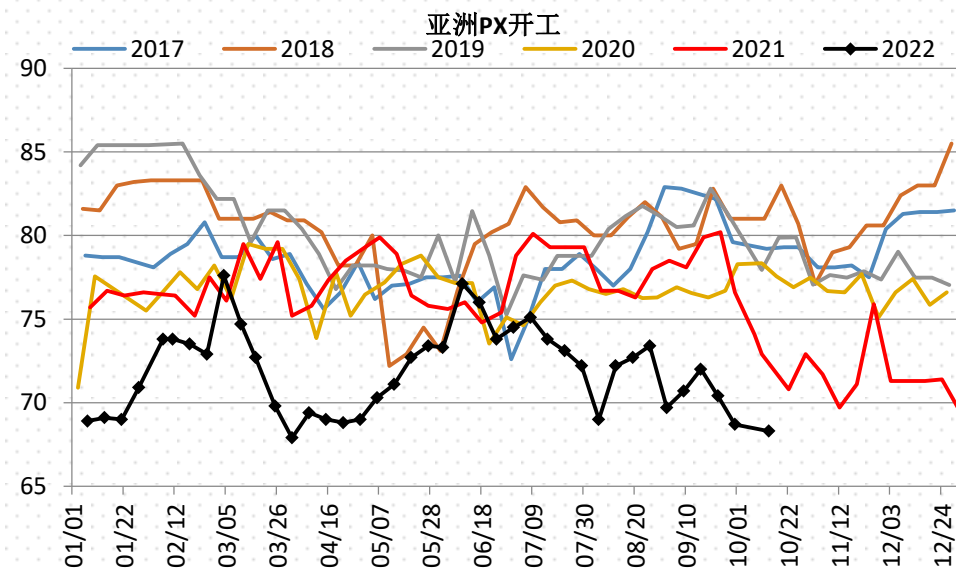
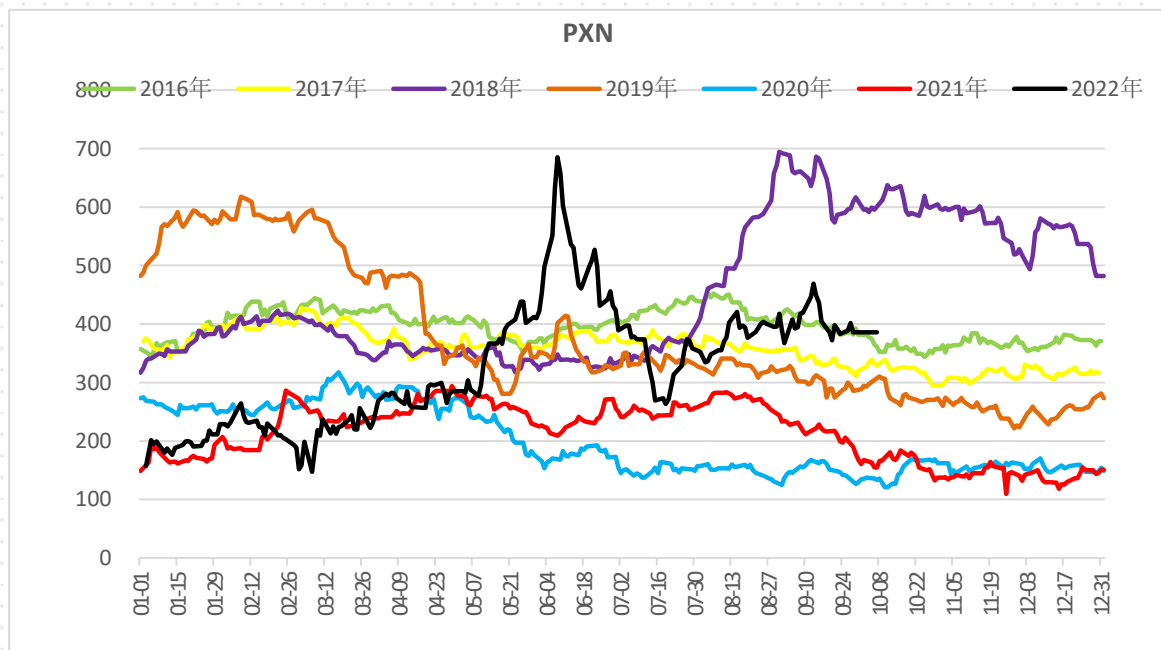
中国	九江石化	89	2022.6月
中国	中委广东石化	260	2022.11
中国	盛虹炼化	400	2022.11
中国	山东富海东营威联2期	100	2022.11
中国	福建联合	15	2022年扩能
2022合计		864	

聚酯产业链产能增长情况



- 2019年以来，PX产能出现新一轮的投放，主要是民营炼化的大规模上马以及三桶油的改扩建。
- 近几年的产能增速都在20%以上，远远大于下游PTA的产能增速。从静态看，尽管我国PX仍有进口依存度，但从亚洲角度看PX已经处于过剩格局。
- 今年的装置基本都集中在四季度投产（广东石化、盛虹炼化、威联化学），需要重点关注盛虹的巨无霸装置，且目前看装置集中在11月份。

▶ 新产能的投放对于PXN中长期形成压制



- 近年来PX新产能的不断投放使得PXN受到不断的压缩。从去年下半年起，由于加工差的不断压缩，日韩一些装置已经降负停车。今年二季度由于效益低下，亚洲装置再次停车检修。随后随着加工差的修复开工有所上升，但随后由于例行检修开工再次降低，PX阶段性相对偏紧，所以我们看到近期PXN仍处于相对高位。
- 中期看，预计随着检修装置的重启（目前并非利润原因停车），以及新产能的投放（从绝对量看PX新产能大于PTA，年底前投产PX560万吨 $>500 \times 0.655$ ），同时PTA还可能减产（当前加工差再次压缩至低位），PXN预计将受到较大的压缩。需要密切关注新产能的投放进度。

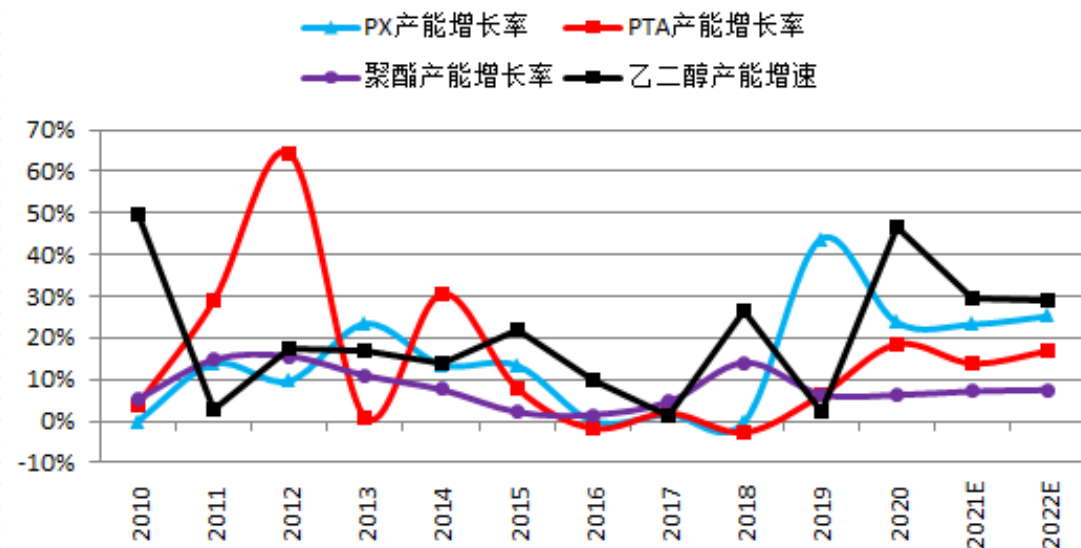


PART 3.3 PTA供应回归需求一般

▶ PTA产能投放亦较大

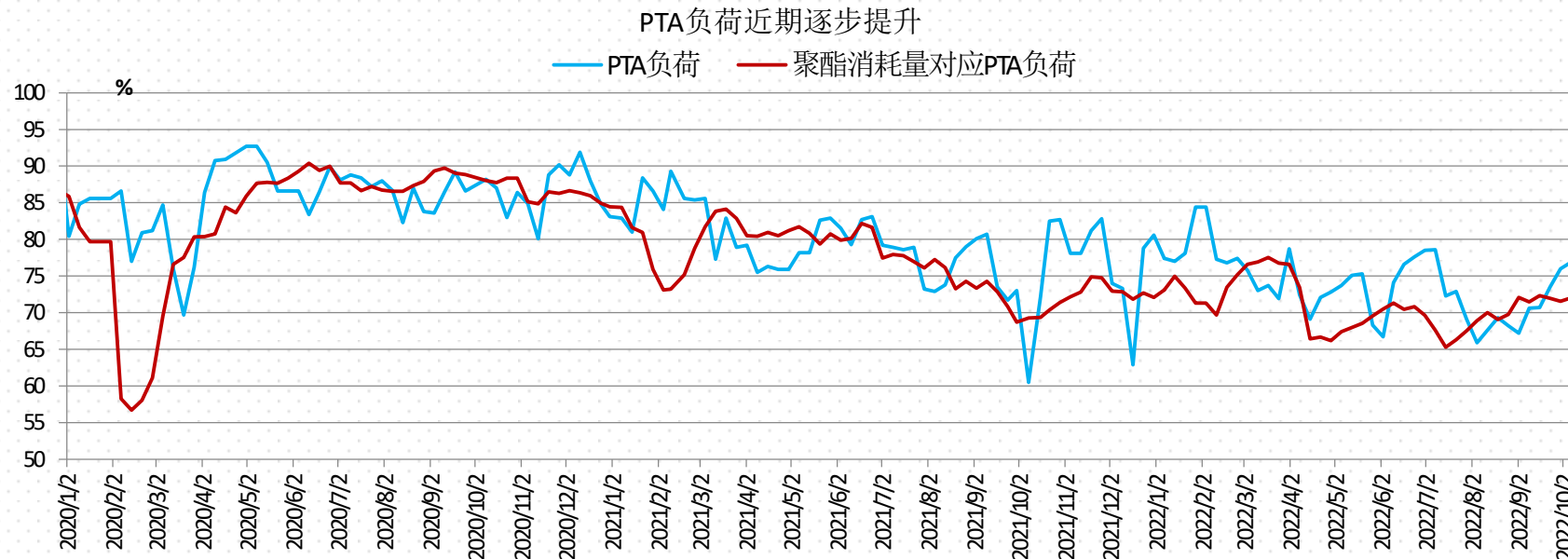
2022年PTA产能投放表

中国	逸盛新材料二期	360	2022.Q1
中国	恒力石化6#（惠州）	250	2022.Q4(可能延期)
中国	桐昆嘉通（南通如东）1#	250	2022.11
中国	东营威联化学	250	2022.8月中交，11出产品



- 经过了15-18年的低产能增长甚至产能出清的阶段，19年开始PTA亦进入的新一轮产能投资高峰。年产能增速都在15%偏上，远远大于下游聚酯产能增速。PTA绝对过剩。
- PTA只能通过不断的减产来实现动态平衡。
- 四季度看PTA依然有500万吨（桐昆，威联化学）新增产能。

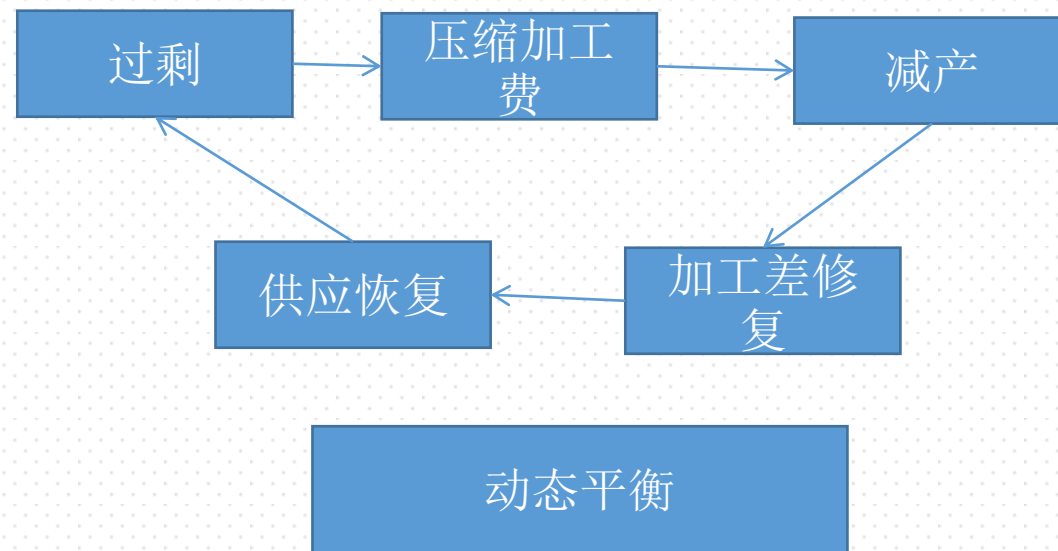
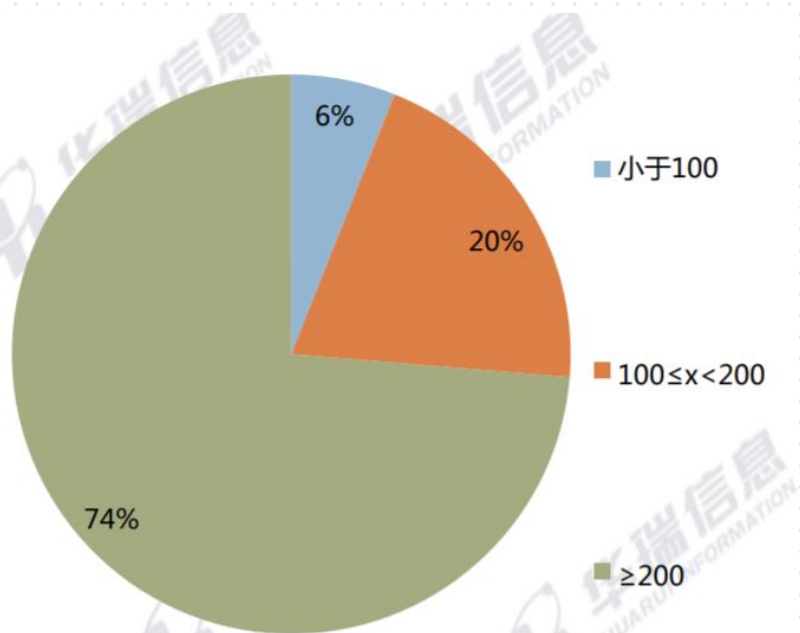
► PTA存量装置逐步回归



- 前期PTA减产的主要原因在于原料PX紧张，而随着PX新产能的预期投产，PTA开工瓶颈解决，存量装置供给或逐步提升。

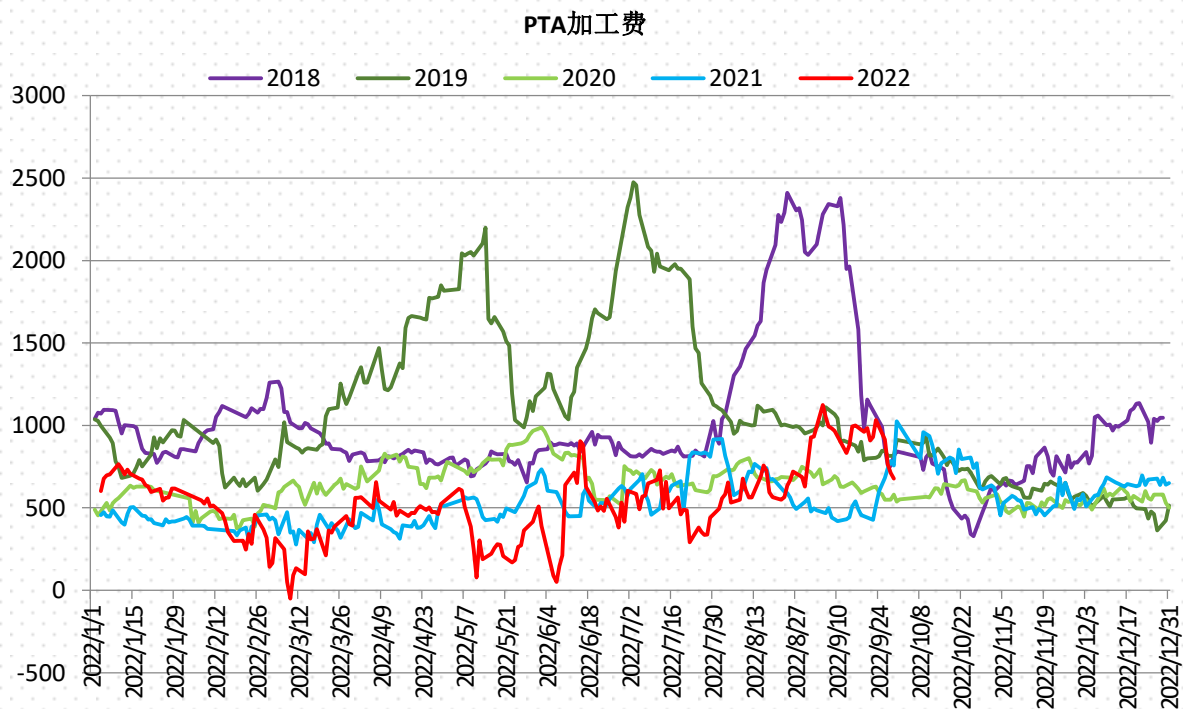
▶ PTA供应弹性较大—主动减产实现动态平衡

PTA产能结构



- CR5占据60%以上份额，且装置规模化。
- 主流供应商对于现货的把控力度较大。
- 未来尽管PTA预期较差，但预期仍将通过主动减产来实现动态平衡。
- 需要注意的是如果PTA加工差在低位运行一段时间，PTA还是存在减产可能的，进而形成新的平衡。

► 未来如果原料PX 缓解PTA加工差预计窄幅波动



- 在当前PTA绝对过剩的背景下，PTA自身加工差必须维持较低的重心，才能倒逼工厂主动减产实现动态平衡，这样加工差就在一个相对低的位置窄幅波动（200-700元/吨），其实对于PTA的绝对价格贡献较小，较大的幅度贡献来自成本端。

► PTA逐步进入累库阶段

PTA平衡表

时间	PTA产量	进口量	PTA聚酯需求	其他需求	出口	PTA总供给	PTA总需求	库存变化	聚酯产量	表观需求量	表观需求同比
2022-01	470.00	0.01	412.11	18.00	41.24	428.77	430.11	-1.34	482.00	428.77	-2.23%
2022-02	453.00	0.29	378.77	16.00	26.04	427.25	394.77	32.49	443.00	427.25	6.14%
2022-03	463.00	0.05	454.86	19.00	29.11	433.94	473.86	-39.92	532.00	433.94	3.69%
2022-04	442.00	0.01	395.01	18.00	39.14	402.87	413.01	-10.14	462.00	402.87	2.63%
2022-05	457.00	0.15	399.29	19.00	31.13	426.02	418.29	7.73	467.00	426.02	0.31%
2022-06	457.00	0.42	402.71	19.00	39.27	418.15	421.71	-3.56	471.00	418.15	-2.24%
2022-07	465.00	0.26	394.16	18.00	29.27	436.00	412.16	23.84	461.00	436.00	1.12%
2022-08	430.00	0.54	410.40	19.00	19.69	410.85	429.40	-18.55	480.00	410.85	-2.98%
2022-09	429.00	0.20	410.40	20.00	20.00	409.20	430.40	-21.20	480.00	409.20	-1.99%
2022-10	465.00	0.50	419.46	20.00	25.00	440.50	439.46	1.04	490.60	440.50	4.54%
2022-11	489.00	0.50	427.48	20.00	25.00	464.50	447.48	17.02	499.98	464.50	5.13%
2022-12	518.00	0.50	430.51	20.00	25.00	493.50	450.51	42.99	503.52	493.50	20.30%
2023-01	524.00	0.50	405.18	20.00	25.00	499.50	425.18	74.32	473.90	499.50	16.50%
2023-02	488.00	0.50	420.38	20.00	25.00	463.50	440.38	23.12	491.67	463.50	8.48%
2023-03	524.00	0.50	425.44	20.00	25.00	499.50	445.44	54.06	497.60	499.50	15.11%

- 随着PTA供给的逐步回升，而需求不温不火，按照目前预期看大幅走强的概率较小，PTA逐步进入累库阶段，特别是如果PTA新产能投放，PTA过剩程度将更加明显，只能靠继续减产来维持动态平衡。

▶ PTA总结及主要逻辑

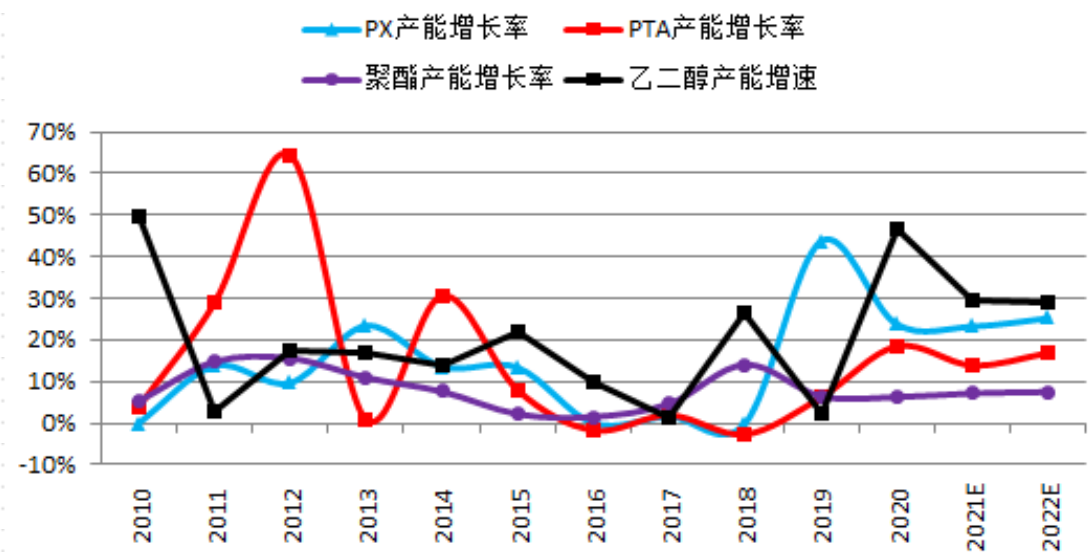
- 需求角度：金九银十环比有所改善，但对于后期预期较为谨慎，甚至略偏悲观。
- 供应角度：存量供给回升，新增产能预期投放，供给增加。
- 平衡表：PTA陆续进入累库阶段，当前加工差较低，后期需要供应商的减产来维持动态平衡。
- 成本估值：原油高位震荡，石脑油预计仍将弱于原油，PX随着新产能的投产预计当前较高的加工差或将压缩。PTA加工差方面目前已经到相对较低水平，需要关注后期低加工差的持续时间以及导致的PTA供应收缩。
- 总体看，PTA供需边际走弱，绝对价格受成本原油影响明显，相对价差上偏1-5反套。



PART 4

MEG弱势依旧

▶ 静态格局严重过剩

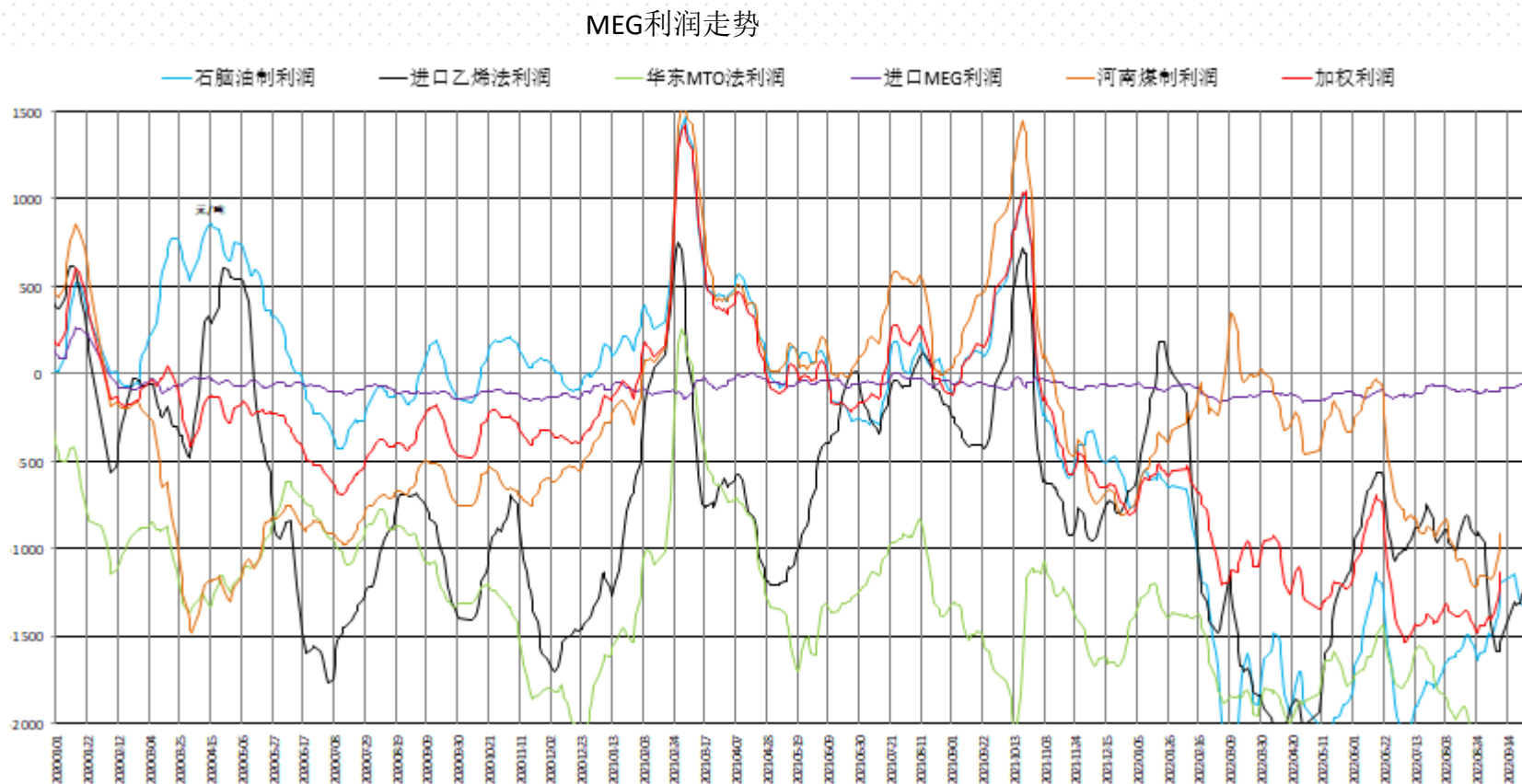


2022年MEG产能投放表

神华榆林能源	榆林	40	煤制	2021.11.18投料试车, 11.21出合格品, 12.9出聚酯级产品, 负荷提升中
镇海炼化	宁波镇海	80	一体化	2022.1月上旬投料试车
广西华谊	钦州	20	煤制	2021.8月上旬投料, 8月下旬有少量粗产品产出, 10月初有工业级乙二醇, 11.9消缺停车, 2022.1月出聚酯级产品
哈密广汇环保1期	新疆	40	煤制	2021.8.27单环节试车, 10月初投料, 10.25顺利出料, 目前仍在调试中, 11.25消缺停车, 2022.3月下旬进料试车并于5月份运行稳定
山西美锦华盛化工	山西	30	煤制	2022.2月下旬进料试车, 并于5月份运行稳定
浙石化二期 (第二套)	舟山	80	一体化	2022.8.20左右有合格品产出。
陕煤集团榆林化学	陕西	180	煤制	其中第一个60万吨2022.10.9出聚酯级产品。
宁夏宝利能源 (鲲鹏)	宁夏	20	煤制	单体试车中, 预计2022.10-11投产
三江石化	嘉兴	100	MTO	2022年底或2023年初
盛虹	连云港	200	一体化	2022年底或2023年初
中石化海南炼化	海南	80	一体化	2022.12
陕西榆林集团	榆林	40	煤制	2022.12
内蒙古久泰新材料有	呼和浩特	50	煤制	2021.4.27锅炉点火, EG可能2022Q4
2022合计		960		

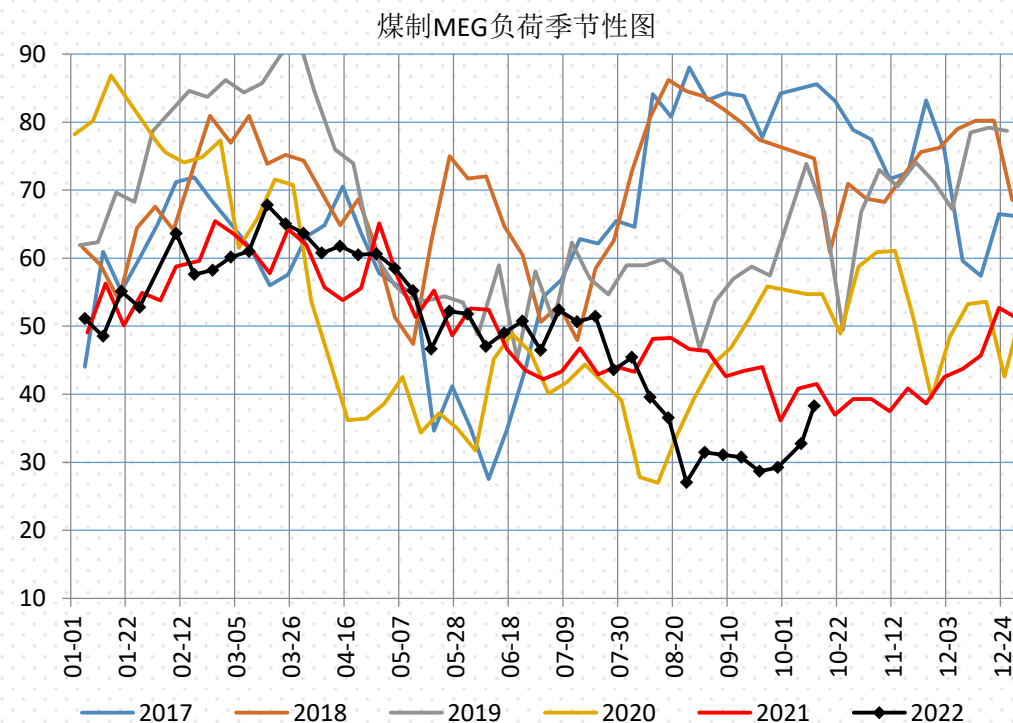
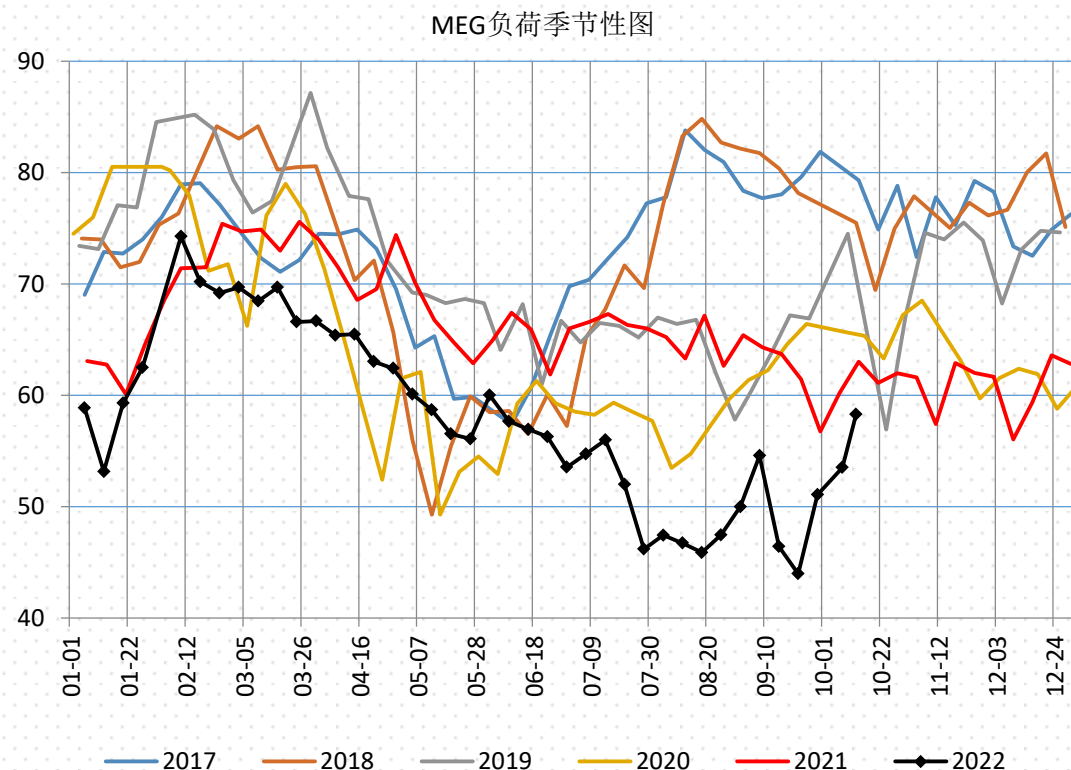
- MEG产能大投放, 今年初前期延期的产能逐步投产, 对于MEG供应冲击较大, 后期仍有新产能预期投产, 可能由于效益等原因存在延期, 但对MEG始终是潜在利空。
- 国外成本优势明显, 国内煤化工处于边际产能。

► 低估值已经持续较长时间



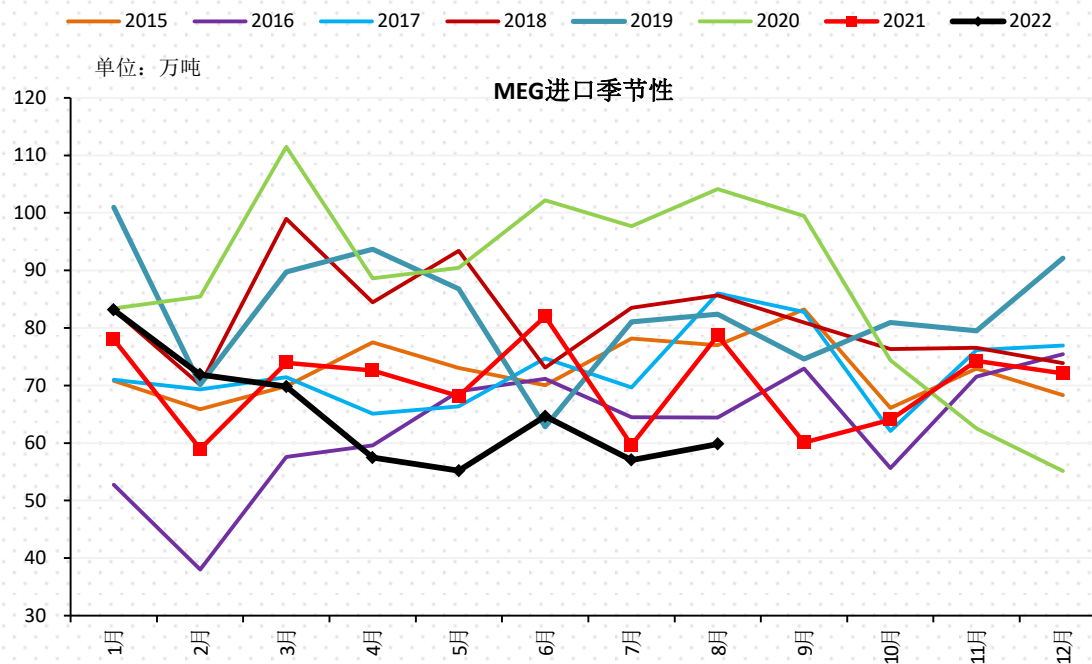
- 2021年四季度开始，由于MEG新产能的不断投放，同时国内聚酯今年由于需求疲弱增速较低（1-9月聚酯产量累计负增长-1%），MEG过剩明显，因此利润受到不断的挤压。
- 今年不仅是煤化工，油化工同时由于原油强势亦处于历史上的亏损境地。

► 亏损导致减产



- 低估值下引发供应的不断收缩，国内油化工尽量转产EO，煤化工装置开工不断降低。
- 近期随着检修进行了一段时间，存量产能有恢复的迹象。但预计由于效益原因，恢复的或不及预期。

► 亏损导致减产



➤ 外围装置特别是近洋装置供给损失亦较多，亦是由于效益原因，预计四季度进口量依然不会太多。

► 平衡表

MEG平衡表

时间	国产量	进口量	出口量	聚酯消耗量	其他消耗量	库存变化	表观消费	表需增长	聚酯产量
Jan-22	108.8	83.13	0.85	161.47	13	16.61	191.08	19.07%	482
Feb-22	123.1	71.91	0.02	148.41	13	33.58	194.98	34.48%	443
Mar-22	128	69.82	0.51	178.22	13	6.09	197.31	14.46%	532
Apr-22	118.3	57.47	0.05	154.77	13	7.94	175.71	4.88%	462
May-22	113.4	55.17	0.45	156.45	13	-1.33	168.11	0.89%	467
Jun-22	108.1	64.64	0.07	157.79	13	1.89	172.67	-6.08%	471
Jul-22	101.7	57.06	0.84	154.44	13	-9.52	157.91	-6.77%	461
Aug-22	95.3	59.81	0.42	160.80	14	-20.11	154.69	-17.13%	480
Sep-22	96.9	55.00	0.50	160.80	15	-24.40	151.40	-8.85%	480
Oct-22	121.00	56	0.5	164.35	14	-1.85	176.50	2.47%	491
Nov-22	122.00	60	0.5	167.49	14	0.01	181.50	2.87%	500
Dec-22	124.00	65	0.5	168.68	14	5.82	188.50	5.51%	504
Jan-23	124.00	65	1.5	158.76	14	14.74	187.50	-1.87%	474
Feb-23	115.00	65	2.5	164.71	14	-1.21	177.50	-8.97%	492
Mar-23	126.00	65	3.5	166.69	14	6.81	187.50	-4.97%	498

- 由于效益低下预计国内供给恢复力度或不及预期，同时进口目前预计依然偏少，总体供应恢复或不及预期。因此预计四季度MEG累库幅度有限。

► MEG总结及主要逻辑

- 供给角度：四季度虽然国内供给有恢复预期，但由于效益原因或不及预期；国外进口预期仍没有太大的增量。
- 需求角度：金九银十环比有所改善，但对于后期预期较为谨慎，甚至略偏悲观。
- 平衡表：四季度累库但累库量或有限。
- 成本估值：在供需过剩的背景下低利润或将持续，继续倒逼供应收缩。
- 总体看：MEG四季度累库量有限，由于低估值，无驱动，预计绝对价格偏弱震荡。

一德，
与你共成长

An aerial view of a city skyline at dusk or dawn. The sky is filled with soft, grey clouds. The city below is densely packed with buildings, many of which are illuminated with lights. A prominent circular structure, possibly a Ferris wheel, is visible in the middle ground. On the right side, a tall, dark, cylindrical building stands out. The bottom half of the image is covered by a solid red overlay.

THANKS FOR WATCHING

4007-008-365