

2024 年 4 月 30 日

PX 供应宽松，向下让利

---2024 年春季华东 PX 调研纪要

贺晓勤	投资咨询从业资格号: Z0017709	hexiaoqin024367@gtjas.com
陈鑫超	投资咨询从业资格号: Z0020238	chenxinchao029552@gtjas.com
钱嘉寅 (联系人)	从业资格号: F03124480	Qianjiayin028310@gtjas.com

报告导读:

PX 期货合约在 2023 年 9 月 15 日上市,上市的首个合约 PX2405 即将迎来交割。2024 年 3 月初开始, 5-9 月差迅速走弱,最低跌至 -300 元/吨。由于市场对 PX2405 合约的交割情况的关注度持续提升,我们走访了华东地区的 PX 交割仓库企业、PX 和聚酯贸易商以及下游聚酯化纤生产企业,了解 PX 交割仓库情况、市场对 PX 交割的关注点以及 PX 下游和终端的近期需求情况等。

参与方试水交割流程,仓单持续流入。从 2023 年四季度开始,油品需求季节性转弱,海内外 PX 装置转为高开工模式,PX 供应宽松把基差最低打到 -25 美金/吨。悲观情绪下,国内的 PX 盘面始终贴水海外现货进口价格。然而 4-5 月份 PX 装置检修较为集中,近端有望迎来反弹,主流 PX 贸易商在此期间注册 PX 仓单参与卖交割。参与买交割的对手方主要是贸易商和 PTA 厂家。厂家方面,主流的交割仓库周边有汉邦石化、三房巷、台化、逸盛,其 PX 供应来源主要是长约,目前参与买交割意愿相对较低。3-4 月份期间,随着 PX 内外价值偏离过大,仓单注册方转而卖现货,部分期货头寸平仓获利了结。截止发稿之日,厂库仓单共 960 张(小鼎能源 960 张),仓库仓单 1997 张(江阴恒阳 1000 张、江阴华西 997 张),仓库仓单预报 2717 张(江阴华西 1800 张、宁波青峙 917 张)。

关注远期 PXN 价差收缩。从调研情况来看,市场总体认为 2024 年 PX-PTA 不缺,不会重复 2022-2023 年缺芳烃的情况,芳烃调油的逻辑也无法再次支撑 PX 的价格走强。目前的 PX 行情更多的跟随自身的基本面在走。由于四季度汽油季节性转弱,PX 供应季节性回升,而石脑油趋势偏强,当前远月的 PX-石脑油价差给到接近 400 美金/吨的估值,对于企业来说锁加工费是一个很好的选择。近月的 PXN 则存在比较大的不确定性,当前 PX 库存仍偏高,尽管汽油的旺季叠加 PX 装置集中检修(浙石化、中金石化、威联化学),现有的 PX 高库存需要时间消化。在 5 月底华润汉邦石化 PTA 装置升温之后,江阴地区的 PX 供需格局可能产生新的变化,PX 市场也可能出现基差走强的机会。

目录

1. PX 供应与交割压力仍存，产业链利润重新分配.....	3
2. 调研企业情况梳理.....	5
2.1 PX 交割仓库企业.....	5
2.2 PX 贸易商 D.....	7
2.3 PX 下游化纤企业 F.....	8
2.3.1 PX 下游涤纶长丝的库存情况.....	8
2.3.2 PX 下游涤纶长丝的供应情况.....	8
2.3.3 PX 下游涤纶长丝的利润情况.....	8
2.3.4 PX 下游涤纶短纤近期市场情况.....	8

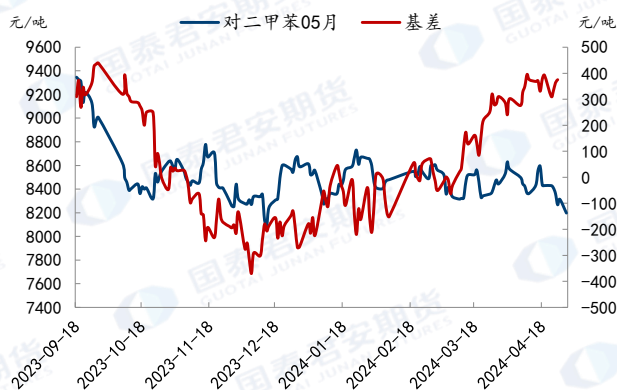
(正文)

1. PX 供应与交割压力仍存，产业链利润重新分配

基差走强预期驱动仓单流出。从 2023 年四季度开始，油品需求季节性转弱，海内外 PX 装置转为高开工模式，PX 供应宽松把基差最低打到-25 美金/吨。悲观情绪下，国内的 PX 盘面始终贴水海外现货进口价格。然而 4-5 月份 PX 装置检修较为集中，近端有望迎来反弹，主流 PX 贸易商在此期间注册 PX 仓单参与卖交割。空头交割确定性驱动 PX2405 合约盘面价格出现多个交易日连续下跌行情。

参与买交割的对手方主要是贸易商和 PTA 厂家。厂家方面，主流的交割仓库周边有汉邦石化、三房巷、台化、逸盛，其 PX 供应来源主要是长约，目前参与买交割意愿相对较低。3-4 月份期间，随着 PX 内外价值偏离过大，仓单注册方转而卖现货，部分期货头寸平仓获利了结。截止发稿之日，厂库仓单共 960 张（小鼎能源 960 张），仓库仓单 1997 张（江阴恒阳 1000 张、江阴华西 997 张），仓库仓单预报 2717 张（江阴华西 1800 张、宁波青峙 917 张）。

图 1：近期 PX2405 合约价格波动率收窄，基差上行



资料来源：同花顺 iFinD, S&P Global, 隆众, 国泰君安期货研究

图 2：交割压力下，PX 5-9 月差春节后一路下行



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

从调研情况来看，市场总体认为 2024 年 PX-PTA 不缺，不会重复 2022-2023 年缺芳烃的情况，芳烃调油的逻辑也无法再次支撑 PX 的价格走强。2024 年海内外 PX 新装置投产预期较少，国内仅有裕龙石化 300 万吨 MX 预计年底落地，海外仅有沙特吉赞 100 万吨装置待投料。PTA 装置方面，中国有仪征化纤 300 万吨和台化 150 万吨 PTA 新产能落地、汉邦石化 220 万吨装置重启，海外土耳其、印度均有 PTA 产能落地。尽管从产能上 PTA 和 PX 新增投产规模和节奏上有一定的错配，存量 PX 装置开工负荷提升也能够完全满足 PTA 对于 PX 的消费增量。从 2023 年 11 月份开始国产 PX 装置开工率上升至 80% 以上，并在 2024 年整个一季度都维持了 80-85% 的高开工。国内 PX 供应率先进入宽松格局，PX 价格下跌。海外装置同样在汽油淡季、裂差跌价的情况下选择提高芳烃抽提装置开工率，海内外同步进入累库格局，加重了 PX 价格下跌趋势。根据隆众资讯数据，国内 PX3 月底库存达到 464 万吨，较 2023 年 11 月份库存高出 46 万吨。

表 1：海内外 PX2024-2025 年产能新增

工厂	产能（万吨/年）	投产时间
裕龙石化	300（MX）	2024 年底
沙特吉赞	100	装置已落地
马来西亚 Chemone	150	2025 年
印度石油公司	80	2025 年
华锦阿美	130	2025 年

资料来源：国泰君安期货研究

表 2：海内外 PTA2024-2025 年产能新增

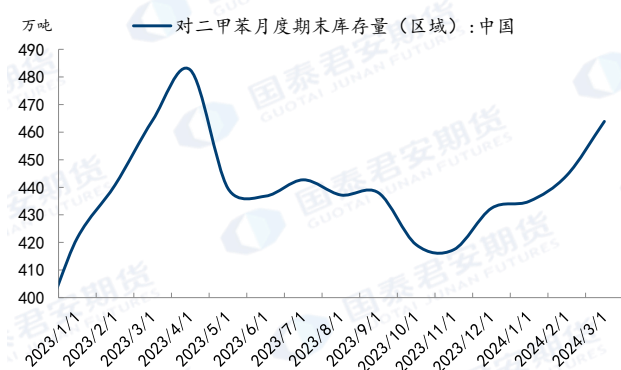
国别	工厂	产能（万吨）	投产时间
中国	台化	150	2024 年 4 月份
中国	仪征化纤	300	2024 年 4 月份
土耳其	SASA	150	2024 年
印度	IOC	120	2024 年，待定
印度	GAIL	125	2024 年，待定
2024 年合计		845	

资料来源：国泰君安期货研究

关注远期 PX-石脑油价差收缩。目前的 PX 行情更多的跟随自身的基本面在走。由于四季度汽油需求将季节性转弱，PX 供应季节性回升，而石脑油四季度裂解需求偏强，当前远月的 PX-石脑油价差给到接近 400 美金/吨的估值，对于企业来说锁加工费是一个很好的选择。

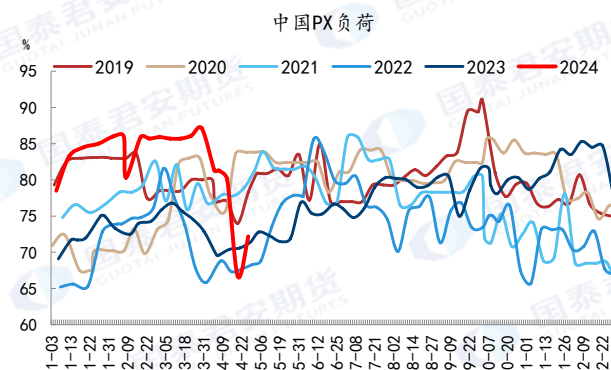
近月的 PXN 则存在比较大的不确定性。当前 PX 库存仍偏高，尽管 5 月份进入汽油消费的旺季叠加 PX 装置集中检修（浙石化、中金石化、威联化学），现有的 PX 高库存需要时间消化。在 5 月底华润汉邦石化 PTA 装置升温之后，江阴地区的 PX 供需格局可能产生新的变化。

图 3：中国 PX 自 2023 年 11 月份开始累库近 50 万吨



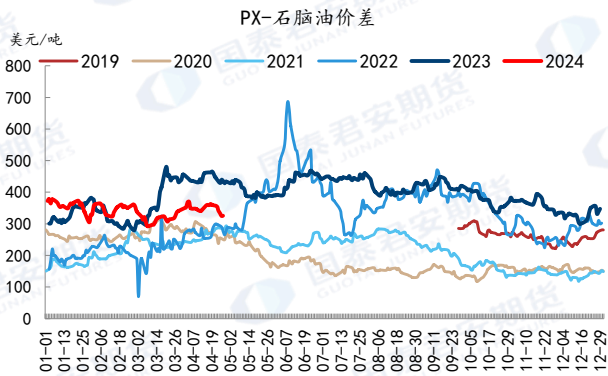
资料来源：钢联，国泰君安期货研究

图 4：2024 年 1-4 月中国 PX 负荷 82%（同比+10%）



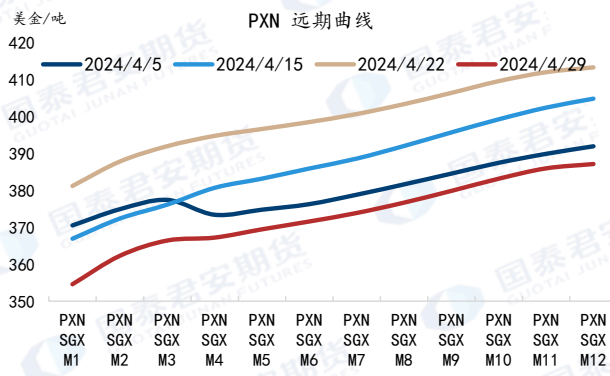
资料来源：CCF，国泰君安期货研究

图 5：PX-石脑油价差上方空间有限



资料来源：同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

图 6：PX-石脑油价差曲线整体走弱



资料来源：SGX, 彭博, 国泰君安期货研究

2. 调研企业情况梳理

本次调研我们走访了华东地区 3 家 PX 交割仓库，2 家贸易商和 1 家聚酯工厂，以下是调研的具体情况介绍。

2.1 PX 交割仓库企业

表 3：PX 交割库概况

	华东某仓储企业 A	华东某仓储企业 B	华东某仓储企业 C
交割库容	集团目前运营罐容 130 万方，长江沿线有 5 家库区和码头。江阴库区作为 PX、乙二醇的交割库；德桥库区作甲醇、烧碱的交割库；武汉库区有 30 万立方米的，主要存放成品油；湖南岳阳库区容量 15 万立方，主要存放成品油；重庆有 27 万方储罐+5 个泊位；天津项目现有 14 万立方，配套供应给中石化乙烯装置使用。根据当前的规划和扩建，未来总库容预计达到 200 万方。	2023 年，企业 B 货物吞吐量达到 400 万吨。过去几年内，疫情期间单月出口超过六万吨，以外轮为主（2-5 万吨级别）。2023 年之后出口量有下降。目前船运以小船为主，例如 3000 吨的船，码头配套可以同时停靠两条船只。	企业 C 一共有三座码头，化工品船最大承载能力 5 万吨，油品船最大承载能力 10 万吨。企业 C 有 46 个储罐，总罐容 24 万立方。单个罐小的容积 1300 立方，大的容积 10000 立方。
PX 存储能力	江阴库区最低可交割罐容是两万吨，合 2.5 万立方左右。使用的 PX 储存罐单个容量 3500 立方左右，大概能存放 3000 吨 PX。	PX 库容有 10 万立方米，是郑商所最早公布的两家 PX 交割库之一。理论上最低可交割 PX 罐容是 3 万立方，但容量可以扩充，超过的部分不需要再向交易所申报。	企业 C 有 6 个大储罐用于存储 PX，每台 1 万立方。用于期货交割的有 3 个储罐，总计容量为 2 万立方。剩下约 4 万立方用于供应相邻 PTA 企业长期使用。交割库除供应长期合作的 PTA 企业外，对商务需求也持开放态度。

运转能力	<p>企业A通过船运和汽运运送PX货物。企业A的码头承载能力4万吨,吃水11.5米;企业A拥有危化品运输公司,车队规模49辆槽车,30吨/车,槽车运输辐射范围江浙周边城市。槽车装车免费,装船加收5元/吨。船舶的卸货速度在300吨/小时,装货在200吨/小时;槽车半小时/车。一个装车口1天能装$3000/4 = 750$吨。</p>	<p>码头容纳能力5万吨级,吃水13米;企业B有25根运输管道;总共30万方仓储总容量,总计有89个罐子。企业B有槽车装车位93个,一车30吨装车大概40-45分钟。装船速度每根管道200吨/小时,一般1万吨以上会用3根管道,以此减少装卸时间。通常情况下建议客户按照100-150吨/小时的规格签订合同。卸船速度取决于货船本身,码头提供管线</p>	<p>每辆30吨的槽车装卸需要30-40分钟;装船速度700-800吨/小时。</p>
主要客户	<p>长期合作的大客户包括江阴地区主流贸易商以及主流下游工厂等。此外,去年签了很多长期合约,以杭州、宁波的客户为主,包括贸易公司和期现商等。合同有效期一年,在有罐容的情况下根据货源到港情况随时入库,长期租用的话要按照包罐付费。</p>	<p>合作计划:和华东某聚酯PTA工厂有长期合作,可以管道输送;此外,杭州、宁波的贸易商也有合作。</p>	<p>主要PX客户是相邻PTA生产企业。物流距离较近,可以直接通过管路输送。目前罐内没有贸易商现货。相邻PTA工厂自身有配套储罐,但通常情况下出于生产工艺要求,必须先卸船到企业C的罐中中转,之后再管输。其他产品上,对周边萧山、绍兴等地的企业做配套。乙二醇6个罐;油品来自浙石化岛上和北方的油品,下游客户直接供应加油站。</p>
收费标准	<p>企业A的营收主要来自储罐费用。仓储费用:60-65元/吨/30天,超期加收2元/吨/天。周转1.15倍限制,超出的部分需要另外收费,码头的装卸费用也包含在内。丙酮首期50元/吨,苯酚90-100元/吨。</p>	<p>仓储费用:60元/吨/30天(首期),超期收费约2元/吨/天。</p>	<p>PX主供相邻PTA生产企业,收费相对其余商务需求有所降低。对外价格:首期39.66元/吨/30天(装卸,不含仓储),期货端,首期装卸+仓储=70(含蒸汽氮气),超期每天加收2元/天/吨。</p>
当前PX库存情况	<p>PX罐容目前接近满负荷运转,后期随着相邻PTA企业开车运行需要原料,库存可能会有松动,另一客户近期也有计划拉货。综合来看认为,当前罐内现货流动性较差,货物停留已经有2-3个月。现在运费下,需求方从该罐区提货经济性较差。相邻PTA企业自有配套储罐约28万立方,包括5个5万吨的大罐和6个5000吨的小罐。PX现货存放时间过长对PX自身物性指标可能产生影响。</p>	<p>PX库容现在使用率在70%左右,目前一部分库容通过管道输送到相邻PTA工厂自身储罐里,后续预计还有更多到港计划。库区PX现货流转一般,上游大厂对卖货给贸易商有一定顾虑。后续相邻PTA工厂如果开工,将有利于区域PX供应现状,预计日耗5000吨PX上下。</p>	<p>现在PX库存中等,储罐内以国产货居多。外贸的PX和内贸的PX在保证品质的前提下,都以混罐的形式存储。其他产品上,油品近期周转率不是很高,零柴的库存比较高,92号、95号汽油的周转尚可。</p>

资料来源：国泰君安期货研究

2.2 PX 贸易商 D

表 4：PX 贸易商概况

	企业 D	企业 E
概况	<p>企业 D 的业务涉及 PX、PTA、MEG、聚酯切片、短纤五个品种。公司拥有 MA、EB、LPG、PX 四个产品的厂库牌照，是大商所、郑商所的产融基地。公司有 3 排固体库，共占地约 2.7 万平方米。分为 3 个大库，9 个子库，可以存放 PTA、短纤、聚酯切片、棉花、塑料等产品。</p> <p>公司拥有三条运输船，装载能力共 7500 吨；拥有液体化学品槽车 49 辆。</p>	<p>贸易商 E 参与 PX 现货贸易从 16 年开始。从产业角度进入，前期以 PX-PTA 环节的代加工模式为主，2020 年开始正式开始做 PX 贸易，期货上市前，主要做场外掉期等业务。</p>
PX 采购政策	<p>1. 美金合约，在均价的基础上商谈 premium。2. 中石化体系内部互供的结算价格会在中石化结算报价（SPCP）上减 100-200。3. 浙石化之前推出过自己的结算报价 RSCP，市场接受度较低，目前该报价已经停止；浙石化改用在 ICIS 和 Platts 两家的第三方报价的平均价为基准，换算关税和汇率后+20 的报价模式，此报价模式可以叠加长约返利，完成履约返还，相当于+10。</p> <p>来自东盟的进口货能够享受关税豁免，这部分优惠需要经过商谈在买方和卖方之间分配，目前卖方会拿走大部分的关税优惠。</p> <p>人民币货采用的汇率一律为卖出价，美金货的汇率采用中间价。</p>	<p>国内很多货都是点对点长约，相对特殊，所以人民币市场贸易量，相对局限。希望未来 PX 生产企业降低长约比例，拿出更多货到现货市场上，增加内盘流动性。当前，下游开始慢慢尝试买现货，但还在尝试阶段，货量不大。销售模式上，内盘基差（锚定 PX2405 合约）、美金货都有。</p> <p>希望新的贸易商加入，丰富销售模式扩大贸易量，活跃贸易氛围。目前基差现货模式已经有所建立。当前存在的挑战是 PX 贸易商门槛相对高，外商对入厂抬头要求非常高。</p>
PX 采购现状	<p>上游的开工已经下降，目前还没有感受到货源短缺，未来供应端降开工的影响会随着时间体现。当前因为今年以来 PTA 工厂提前购买的原料库存还没有消化完全，短期下游囤货意愿弱。</p> <p>不同货源到港时间上，日韩货 2-3 天，和东北过来没区别。时间上延迟比较小。</p>	
对 PX2405 合约首次交割的看法	<p>目前市场上交割参与意愿不强。对于贸易商，如果价格下跌到一定程度，也可能会转为买交割。如果 5-9 价差打开，通过跨期买交割转抛 09 也具备一定可能性。</p>	<p>江苏某 PX 生产企业走的比较快，比长约多的部分较多会放到现货端卖了，预计可能在交割上贡献较多供应。</p> <p>厂库交割：卖交割必须保证四个基准地需要交割，买交割的人宣港，卖方确定交货时间。前期交割限仓主要是市场交割量的摸底，后期预计交割量会放大。</p>

资料来源：国泰君安期货研究

2.3 PX 下游化纤企业 F

4 月 24 日，国泰君安 PX 调研小组前往浙江省杭州市 PX 下游化纤企业 F 进行调研。

2.3.1 PX 下游涤纶长丝的库存情况

长丝实际库存比数据更多，实物库存今年一直比较高，上下游持续博弈中。

24 年一季度长丝高库存的历史因素在于 2023 年下半年提效益拉加工费，月度利润相对可观，产业链库存也相对可控，导致了 2023 年底对 2024 年期望相对较高。供需上，今年长丝产能释放整体较少，而下游刚需正常增速在 5%-6% 左右，在乐观预期下导致 2024 年春节期间聚酯行业开工普遍较高。24 年节后天气原因使得，下游工厂工人复工返岗比预期晚了 10-15 天，使得下游提货缓慢，叠加上游开工高位导致节后工厂库存快速累积。

现在厂内未发订单较多，绝对量在 20 万吨以上，大概 10 天的库存。下游以旧换新改造占用仓储面积，挤占了存放原料库存的空间（从去年下半年开始有这个趋势，现在已经基本改造到位），部分下游因为这个原因而减少备货体量。下一步针对未发订单会加收仓储费，超 15 天收 1 元/天/吨。

下游备货：大客户备了 2 个月多（大客户数量少，占总体量不到 5%），中小客户的情况如上，放不下也很难进一步买货（多买了之后要交很多仓储费）。成品库存目前已经在下降，目前在 18 天左右（平均水平 20 天）。

2.3.2 PX 下游涤纶长丝的供应情况

目前长丝下游开工率历史高位，和长丝开工高位是匹配的。一般下游开工比长丝开工低 10% 左右是合理的情况。目前已经进入去库通道，只是去库速度相对较慢，但工厂已经做了长期高库存运行的准备。该聚酯工厂对 2024 年预期相对乐观，认为库存压力将在后期逐步缓解。

终端方面，下游喷水织机两年从 50 万台增加到 85 万台，再加上以旧换新提单体产量，例如加弹织机普遍从 288 锭扩到 365 锭甚至更多，增加了存量设备对长丝的需求体量。下游的扩产源于 23 年下游效益好，产能规划较为激进。下游机器定制的周期大概 2 年，今年是交货较多的年份，预计往后需求会逐步释放。

2.3.3 PX 下游涤纶长丝的利润情况

下游的利润分产品来看。经编相对薄弱，开机率七成偏上，对应下游家纺需求相对疲软；喷水织机利润较好，平价产品价格上涨带动 FDY；仿醋酸 FDY 产品销量很好。加工费上，POY 比较低，但实际 POY+DTY 综合利润保持比较稳定，因而下游采购成本相对稳定。

2.3.4 PX 下游涤纶短纤近期市场情况

下游纱线不太乐观，新产能投放比较集中，产能基数小短期很难消化，竞争比较激烈。存量市场份额争夺阶段，等待小厂的产能退出，再生 PET 产能开始被挤出。

企业 F 未来预计在外贸体量上继续发力，24 年出口预期继续增加。