

聚酯韧性不减，关注供给弹性

走势评级：

PTA:震荡

报告日期：

2023年6月29日

★需求端：纺服消费复苏叠加聚酯出口增长，聚酯品类韧性较强。终端纺服消费整体呈温和复苏的态势。其中，海外主要市场仍处于去库阶段，纺服出口链尚未走出低谷；国内居民消费虽然整体边际转弱，但纺服零售的恢复还是较为亮眼。1-5月聚酯实际产量为2431.23万吨，同比增长1.73%，剔除1-2月疫情及春节对开工率的影响，聚酯近月产量同比增长超10%。除了终端纺服消费温和复苏提振聚酯需求以外，聚酯今年新增产能的如期投放和聚酯中间产品出口超预期增长也是实际产量增长的重要原因。由于利润和库存较为健康，预计聚酯负荷下半年依然保持较强的韧性。

★供给端：现有装置单套产能较大，供给弹性决定利润波动

扩能周期下，PTA全年处于一个累库的格局当中。下半年仍有650万吨/年的新装置待投产。但行业现有装置单套产能较大且产业集中度较高，导致PTA供给端弹性较大。目前约37%的PTA装置处于连续运行9个月以上的状态，存在计划外检修的风险，可能会导致PTA累库压力不及市场预期甚至阶段性去库。

★PX：进口依赖度下降，下游刚性需求支撑利润维持高位

今年中国新增PX产能有效替代部分进口量，进而导致调油逻辑并未重复演绎去年行情。但PXN目前保持着超市场预期的高估值，除石脑油价格表现偏弱的原因以外，PX自身窗口报价表现也较为坚挺。目前PX价格强势的原因不再由芳烃调油逻辑主导，根本原因在于聚酯高负荷和PX低开工率。今年聚酯端开工韧性较强，因此短期内难以看到PX估值明显压缩。中长期也需要PX检修损失的供应量回归以后才能有明显的向下驱动。

★投资建议

下半年聚酯负荷可能依然保持较强韧性，扩能周期和偏寡头垄断的产业格局使得PTA供给端有较大弹性。PTA价格预计仍保持在区间范围波动。若布油于65-90美元/桶区间震荡，PXN350-450美元/吨，PTA加工费200-500元/吨，对应PTA估值4850-6750元/吨。下半年依然建议区间交易，基本面交易逻辑可能切换较快，进场位置的赔率较为重要。同时，鉴于PTA尚未检修的长时间运行装置较多，若有计划外检修出现，可关注9-1月差正套的机会。

★风险提示

原油价格大幅波动，PTA或聚酯装置投产进度不及预期。



杨泉

化工首席分析师

从业资格号：F3034536

投资咨询号：Z0014525

Tel: 8621-63325888-1591

Email: xiao.yang@orientfutures.com

联系人：

吴思怡

化工助理分析师

从业资格号：F03107623

Tel: 8621-63325888-1591

Email: siyi.wu@orientfutures.com

主力合约行情走势图



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、上半年行情回顾：供需逻辑反复切换，绝对价格保持震荡走势.....	3
2、需求端：纺服消费温和复苏叠加聚酯出口增长，聚酯品类韧性较强.....	6
2.1、纺服：出口仍待修复，国内消费复苏进行时.....	6
2.2、聚酯：新产能积极投产，出口增长不容忽视.....	8
3、供给端：现有装置单套产能较大，供给弹性决定利润波动.....	12
4、PX：进口依赖度下降，下游刚性需求支撑利润维持高位.....	15
5、PTA 出口增速下降.....	17
6、投资建议.....	17
7、风险提示.....	18

图表目录

图表 1 : 原油-石脑油-PX-PTA 价格指数.....	5
图表 2 : PTA 主力合约价格及基差.....	5
图表 3 : PTA5-9 月差.....	6
图表 4 : PTA6-9 月差.....	6
图表 5 : 纺织服装出口额.....	7
图表 6 : 美国批发商纺服库存.....	7
图表 7 : 纺织服装零售额.....	7
图表 8 : 居民人均可支配收入.....	7
图表 9 : 织造企业开工率.....	8
图表 10 : 织造企业产成品库存.....	8
图表 11 : 聚酯综合开机率.....	9
图表 12 : 聚酯周度产量.....	9
图表 13 : 2023 年中国新增聚酯产能统计.....	9
图表 14 : 长丝月度出口量.....	10
图表 15 : 短纤（未梳）月度出口量.....	10
图表 16 : 聚酯瓶片出口量.....	11
图表 17 : 聚酯切片出口量.....	11
图表 18 : 长丝库存.....	11
图表 19 : POY 利润.....	11
图表 20 : PTA 周度开工率.....	12
图表 21 : PTA 周度产量.....	12
图表 22 : PTA 社会库存.....	13
图表 23 : PTA 社会库存分布.....	13
图表 24 : 2023 年 PTA 新投产装置统计（单位：万吨/年）.....	13
图表 25 : 中国 PTA 装置运行状态（单位：万吨/年）.....	14
图表 26 : PTA 装置运行状态分布.....	14
图表 27 : PTA 装置大小分类.....	14
图表 28 : PTA 加工费.....	15
图表 29 : PTA 加工费 VS 基差.....	15
图表 30 : 美国汽油裂解价差季节性分析.....	16
图表 31 : PXN 季节性分析.....	16
图表 32 : 亚洲 PX 周度开工率.....	16
图表 33 : PX 月度进口量.....	16

图表 34 : PTA 月度出口量.....	17
图表 35 : 2023 年 1-5 月 PTA 出口国家分布.....	17
图表 36 : PTA-Brent 价差.....	18
图表 37 : PTA9-1 月差.....	18

1、上半年行情回顾：供需逻辑反复切换，绝对价格保持震荡走势

回顾上半年，PTA 单边价格整体呈震荡趋势，大致可分为四轮行情：

第一轮（宏观逻辑主导）：随防疫政策放开，宏观复苏预期持续转好，叠加 PX 窗口顶价，支撑 PTA 价格持续上行。但春节后下游开工恢复较晚，经济复苏不及预期导致盘面整体有所回落。

第二轮（基本面与原油价格的综合影响）：正月十五后，下游聚酯负荷超预期提升带动 PTA 盘面价格反弹，但随后又因成本端原油价格极速下跌而回落。自该阶段起，聚酯负荷较去年明显提升的端倪已初现。

第三轮（供减需增带动的基本面行情）：三月 PTA 龙头企业超卖后现货流通性紧张，叠加原油价格回升，PTA 价格拉涨，基差极速走扩，现货加工费上涨至 600 元/吨以上。同时，因调油逻辑和二季度 PX 装置检修预期提前交易，成本端支撑也不断加强。PTA05 合约绝对价格拉至年内高点 6616 元/吨。而在上游原料暴涨严重压缩下游利润后，织造及聚酯企业下调负荷，同时借力原油弱势和调油逻辑证伪，PTA09 合约绝对价格持续回落至 5162 元/吨。

第四轮（低估值修复）：五一节后织造聚酯负荷再度提升至年内最高水平，在需求端的边际好转提振下，PTA 低估值修复至 5600 元/吨左右。目前在下游步入淡季的预期和宏观消费刺激政策预期下，多空博弈僵持。从当下节点看，PTA 整体估值偏中性，其中产业链利润主要集中在 PX 环节。

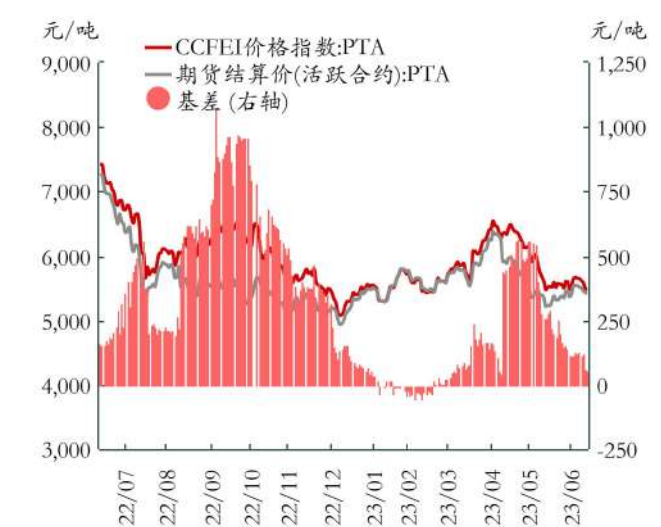
图表 1：原油-石脑油-PX-PTA 价格指数



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2022/01/03 价格指数=100

图表 2：PTA 主力合约价格及基差

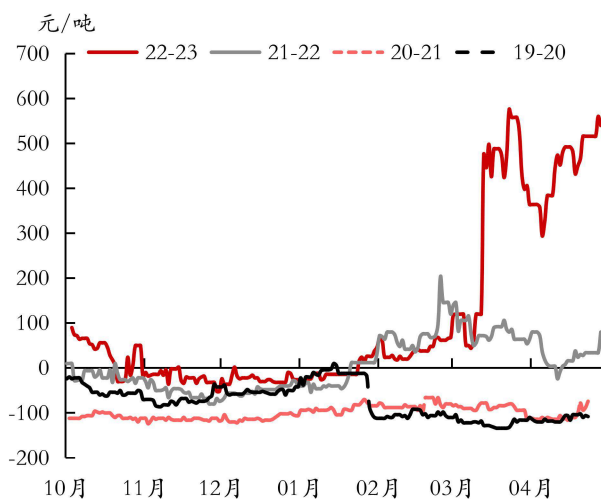


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从年内单边波动的第三轮行情起，PTA 月间价差也跟随基本面变化产生了两轮起落行

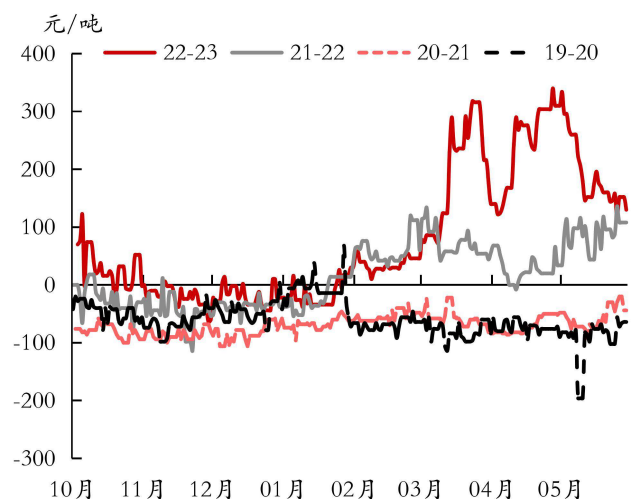
情。第一轮中，三月聚酯负荷超预期叠加龙头企业前期超卖，现货流通性缩紧，5-9月差一度走阔至558元/吨左右，带动6-9月差走阔至316元/吨左右。由于原料价格大幅上涨，织造及聚酯行业利润被严重压缩，下游负反馈情绪升温，05合约部分多头减仓止盈，导致月间价差开始回落。第二轮中，由于原油价格大幅受挫，PTA单边价格下跌，但由于现货流通性尚且偏紧，远月合约跌幅大于近月，PTA月间价差再度走阔。在05合约进入交割月以后，由于供应端增量明显，龙头企业停止回购，港口库存快速上升，导致基差急速下跌，6-9月间价差由344元/吨左右持续下行至108元/吨。月间价差涨跌的反复本质上也是供需基本面边际变化切换带动的。

图表3：PTA5-9月差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：PTA6-9月差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、需求端：纺服消费温和复苏叠加聚酯出口增长，聚酯品类韧性较强

2.1、纺服：出口仍待修复，国内消费复苏进行时

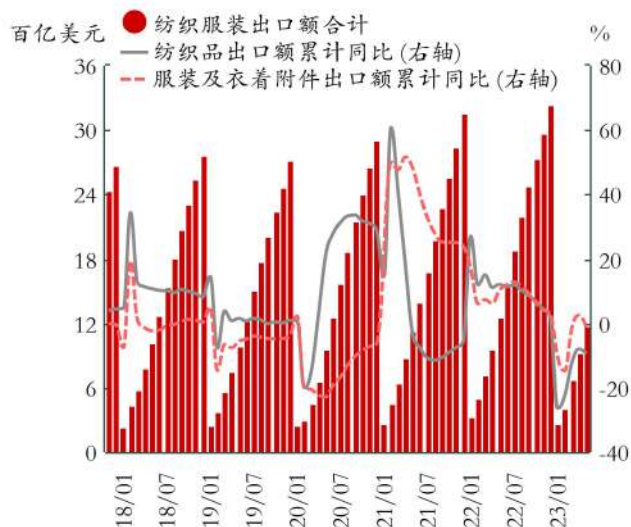
从纺织服装终端消费来看，整体呈温和复苏的态势。其中，由于海外主要市场仍处于去库阶段，纺服出口链尚未走出低谷；国内居民消费虽然整体边际转弱，但纺服零售的恢复还是较为亮眼。

根据海关出口数据显示，2023年1-5月中国纺织服装出口额累计11.82百亿美元，其中，纺织品出口额累计5.68百亿美元，累计同比降低9.4%；服装及附件出口累计6.13百亿美元，累计同比降低1.1%。分时段看，1-2月中国疫情达峰以后国内工厂订单承接能力逐步恢复，3-4月份国内供给端弹性的释放导致海外订单阶段性回流，出口数据短暂超市场预期，但可持续性偏弱，5月纺服出口同比增速由正转负。因此，短期内纺服出口仍处于弱势，但随着海外批发商库存压力逐步缓解，下半年海外订单状况仍有改善潜力。

内需方面不同行业复苏程度有所分化，而纺织服装零售额在各类消费品种中表现相对亮

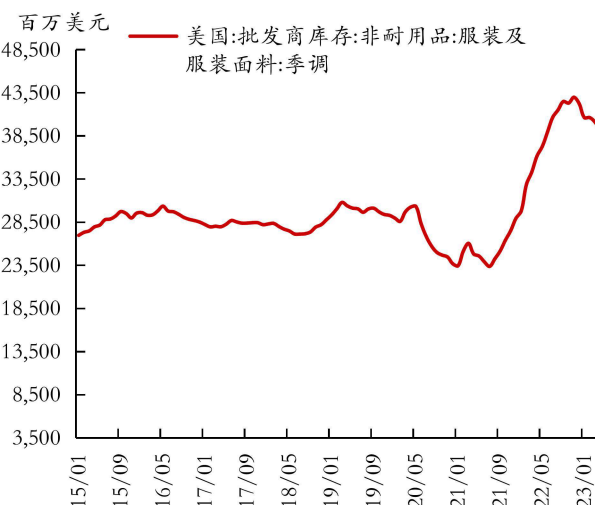
眼。2023 年 1-5 月国内纺织服装零售额累计 9767.4 亿元，其中，纺织品零售额累计 5619 亿元，同比增长 14.1%；服装零售额累计 4148.4 亿元，同比增长 17.4%。纺服内销的总体增速与人均可支配收入增速保持一致，但受益于疫情后线下消费场景恢复，纺服消费的修复斜率相对其它消费品更为陡峭。下半年在预期的进一步稳内需的相关政策辅助下，居民消费力有望进一步恢复，进而提升纺服消费内生增长动能。

图表 5：纺织服装出口额



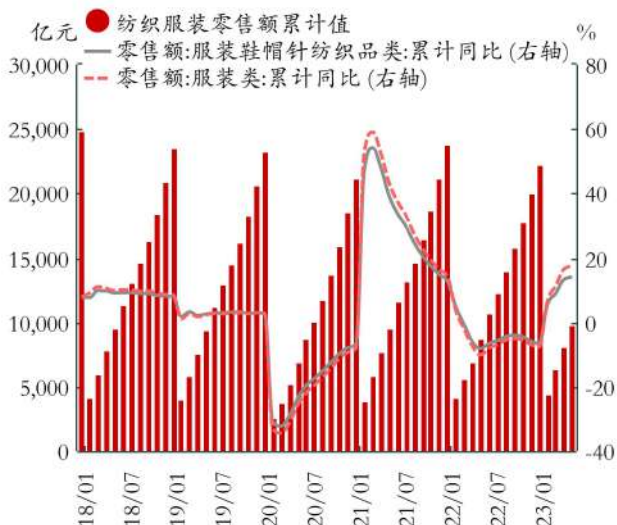
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：美国批发商纺服库存



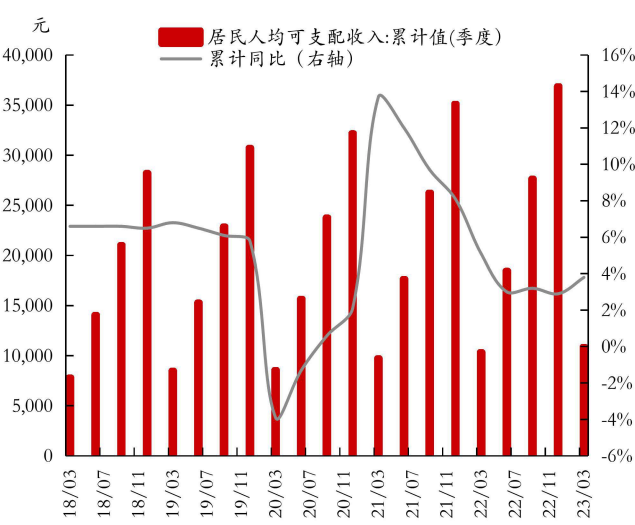
资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 7：纺织服装零售额



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

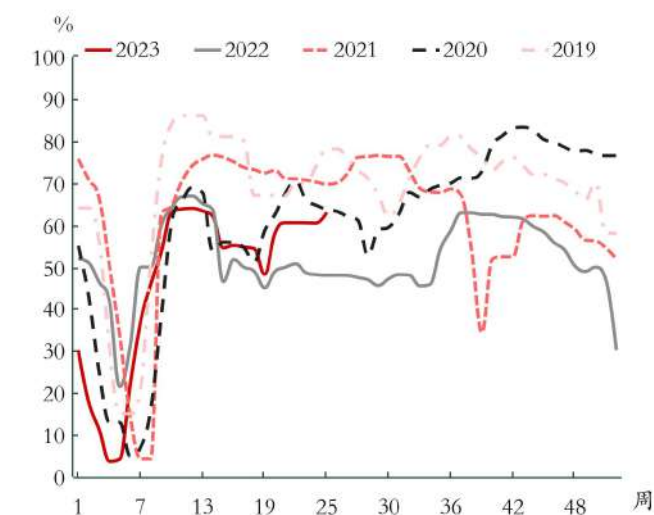
图表 8：居民人均可支配收入



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

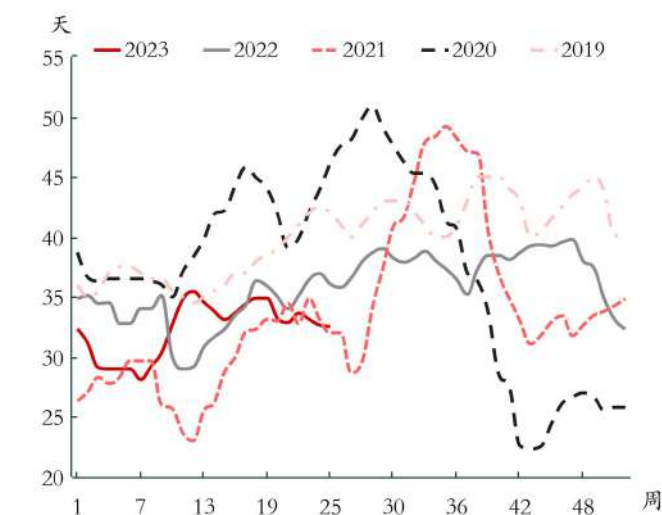
纺服行业的困境反转在织造环节也有所体现。织造和印染企业开工率较去年同期明显提升。同时，坯布库存却比去年同期大幅下降，目前保持在一个月左右，处于较为健康的水平。尽管现在织造环节利润相较产业链上下游各环节仍处于弱势，但这并不代表纺服订单总量没有恢复，低利润主要与织造行业近年扩张、行业竞争加剧有关。当然，纺服企业目前也尚未步入主动补库周期，因此织造行业也主打按现有订单量来补充聚酯原料库存的策略，尚无投机性囤货需求。

图表 9：织造企业开工率



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 10：织造企业产成品库存



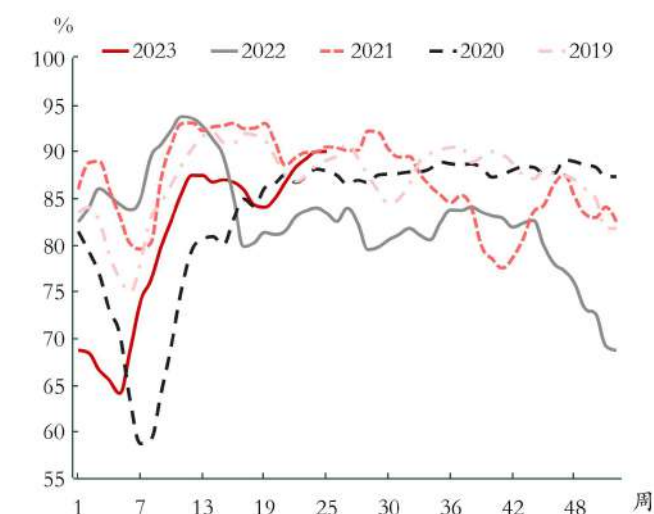
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

2.2、聚酯：新产能积极投产，出口增长不容忽视

2023 年无论是聚酯负荷还是实际产量较去年都有明显增长。1-5 月聚酯实际产量为 2431.23 万吨，同比增长 1.73%，剔除 1-2 月疫情及春节对开工率的影响，聚酯近月产量同比增长超 10%。除了终端纺服消费温和复苏提振聚酯需求以外，聚酯今年新增产能的如期投放和聚酯中间产品出口超预期增长也是实际产量增长的重要原因。

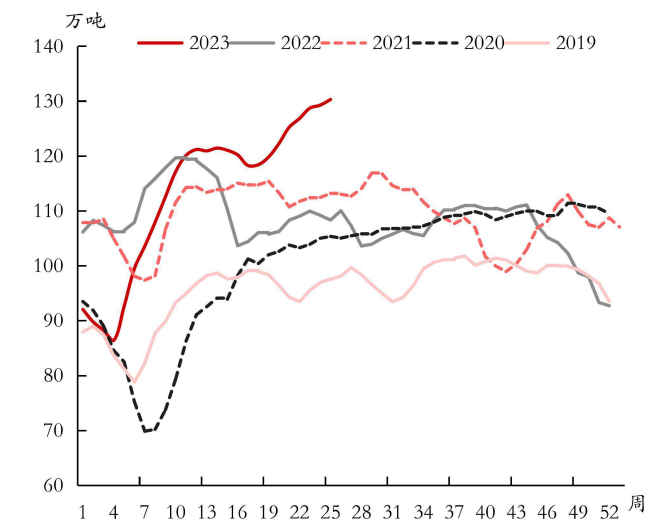
今年上半年，国内新增聚酯产能投放速度明显快于年初市场预期。截至目前，年内已投产 530 万吨/年的聚酯新产能，其中长丝、短纤、瓶片、切片、BOPET 分别为 310 万吨/年、60 万吨/年、135 万吨/年、5 万吨/年、20 万吨/年。一方面，在终端消费环比修复的情况下，聚酯端整体利润较去年还是有所抬升，部分去年下半年因利润原因未投放的产能延迟至今年投产；另一方面，聚酯新增产能大多集中在各细分行业的龙头企业，在扩能周期中抢占市场份额也是企业经营考虑的重要因素。下半年聚酯待投产新产能约 545 万吨/年，其中长丝、短纤、瓶片、切片分别为 90 万吨/年、20 万吨/年、295 万吨/年、140 万吨/年。按照上半年聚酯品类利润修复情况以及投产积极性看，下半年聚酯新增产能如期投放可能性较大，对聚酯全环节产量增长贡献将进一步增加。

图表 11: 聚酯综合开机率



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 12: 聚酯周度产量



资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 13: 2023 年中国新增聚酯产能统计

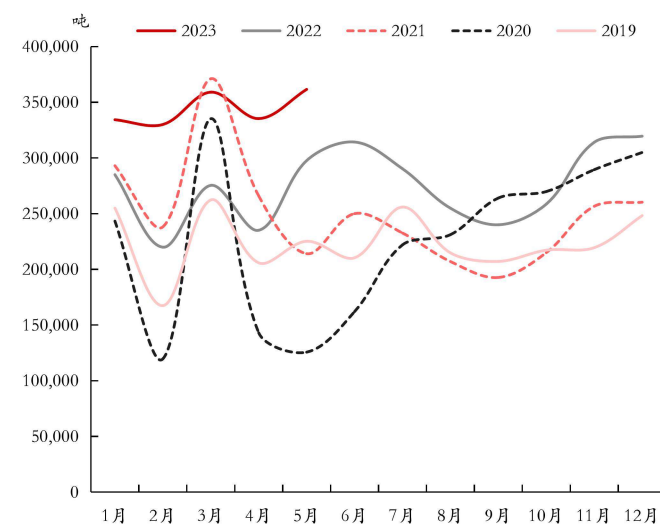
装置	产能 (万吨/年)	投产/计划投产时间	配套产品	地点
新凤鸣新拓	30	1 月 5 日	涤纶短纤	徐州
桐昆恒阳	30	2 月 8 日	涤纶长丝	宿迁
新凤鸣新拓	30	2 月 26 日	涤纶长丝	徐州
桐昆恒超	60	2 月 27 日	涤纶长丝	嘉兴
绍兴恒鸣	20	3 月 8 日	涤纶长丝	绍兴
桐昆宇欣	30	3 月 19 日	涤纶长丝	阿拉尔
汉江新材料	60	3 月 19 日	聚酯瓶片	德阳
嘉通能源	30	3 月 26 日	涤纶长丝	南通
江苏轩达	25	4 月 10 日	涤纶长丝	南通
聚智新材	5	4 月 10 日	聚酯切片	宜昌
永盛薄膜	20	4 月 24 日	BOPET	绍兴
港虹纤维	25	4 月 27 日	涤纶长丝	苏州
宿迁逸达	30	5 月 15 日	涤纶短纤	宿迁
桐昆恒阳	30	5 月 21 日	涤纶长丝	宿迁
兴佳新材料	75	6 月 5 日	聚酯瓶片	无锡
嘉通能源	30	6 月 16 日	涤纶长丝	南通
已投产合计	530			
重庆万凯	60	2023 年 6 月	聚酯瓶片	重庆涪陵
富威尔	20	2023 年 6 月	低熔点短纤	广东珠海
桐昆恒阳	30	2023 年 6 月	涤纶长丝	宿迁市
新凤鸣徐州	30	2023 年 H2	涤纶长丝	江苏徐州

安徽昊源	60	2023 年 H2	聚酯瓶片	安徽阜阳
福建百宏	50	2023 年 H2	聚酯瓶片	福建泉州
三房巷	75	2023 年 H2	聚酯瓶片	江苏无锡
嘉通能源	30	2023 年 8 月	涤纶长丝	江苏南通
恒力大连	140	2023 年 H2	聚酯切片	辽宁大连
逸盛	50	2023 年 H2	聚酯瓶片	海南
待投产合计	545			

资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

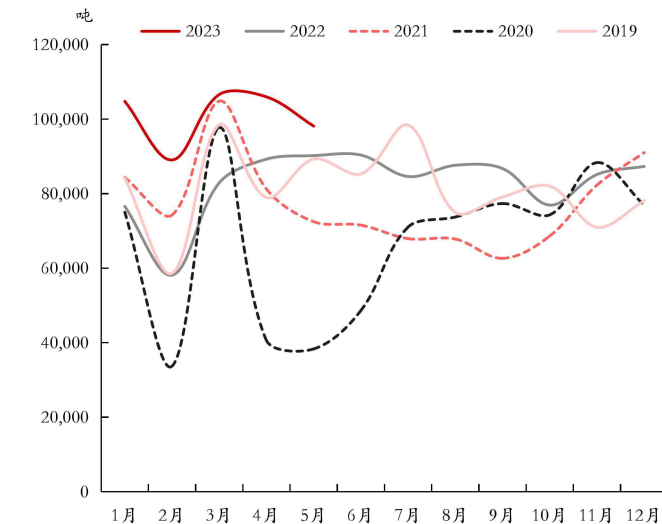
除了新产能投放以外，聚酯出口的增量贡献不容小觑。2023 年 1-5 月，长丝、短纤、瓶片出口量分别为 172.07 万吨、50.46 万吨、191.29 万吨，同比分别增长 31.02%、27.06%、9.09%。目前，长丝及短纤出口以土耳其、埃及、越南、印度等地为主，与纺织服装产业横向迁移地相吻合，瓶片出口以俄罗斯、菲律宾、印度等地为主。在中国聚酯产能持续扩张的背景下，各聚酯品类有明显的价格优势，出口有望持续成为消化聚酯新增产能的重要途径。

图表 14：长丝月度出口量



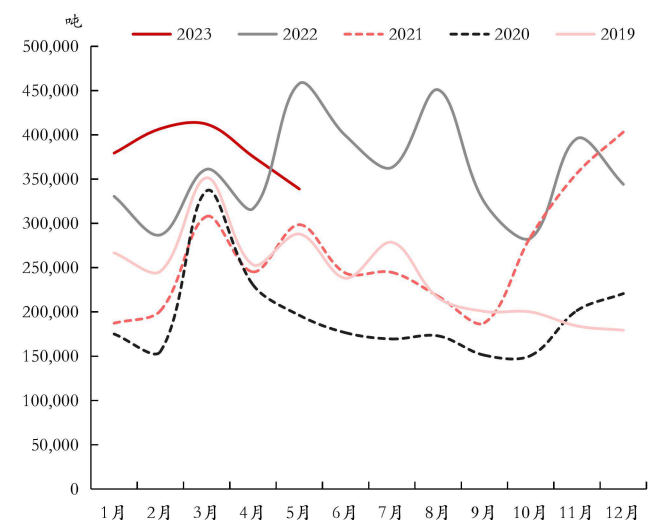
资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

图表 15：短纤（未梳）月度出口量



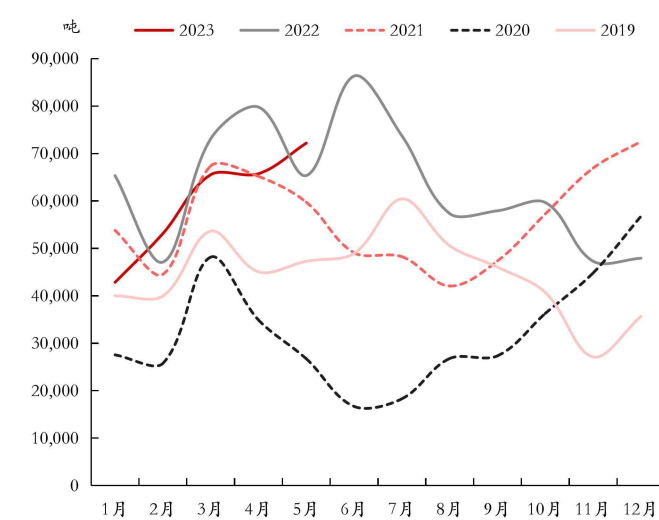
资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

图表 16: 聚酯瓶片出口量



资料来源: 中国海关总署, 东证衍生品研究院

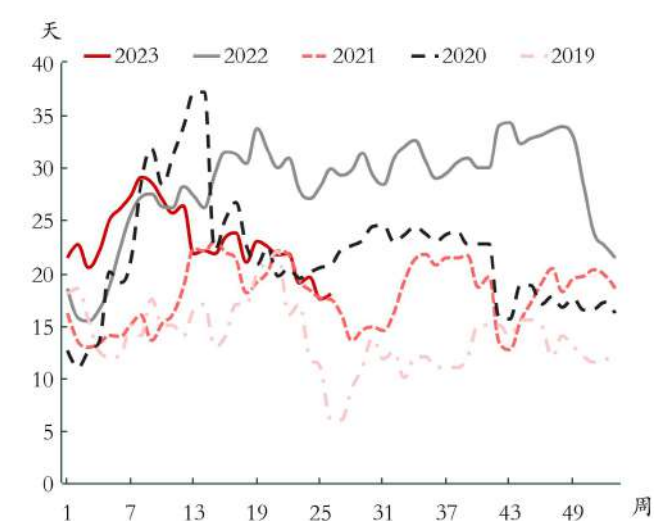
图表 17: 聚酯切片出口量



资料来源: 中国海关总署, 东证衍生品研究院

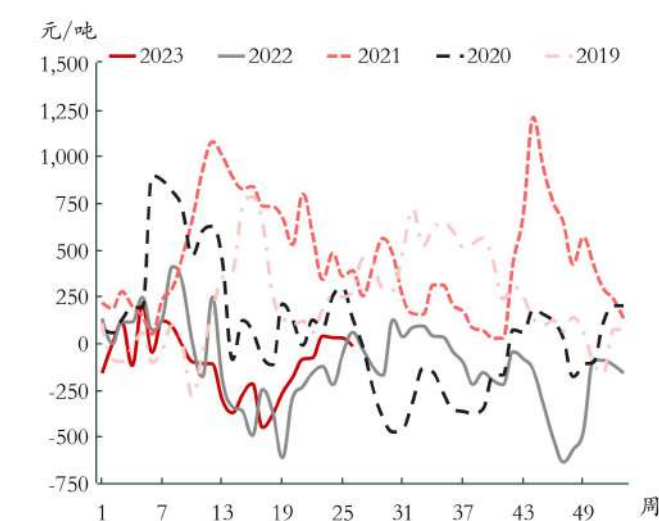
在终端需求复苏、新产能持续投放和出口高速增长背景下, 聚酯产量及开工率可能全年都保持较强韧性。参考去年 11 月的产业链情况, 在聚酯端出现高位库存和低利润双重压力时, 聚酯行业确实可能在龙头企业的带领下减产以缓解亏损压力。今年以来, 聚酯负反馈的预期在市场中反复提及, 但实际落实的情况很少, 仅四月在上游原料暴涨而严重挤压聚酯利润的情况下, 聚酯端有小幅降负。目前聚酯仍处于利润及库存相对健康的状态, 下游织造也尚未出现大幅降负。同时, 由于今年织造端一直以刚需补货策略为主, 所以每隔半个月左右聚酯端会有明显的产销放量, 产品库存较为稳定。若织造端后续订单没有出现大量缺失, 淡季不淡的概率较大, 聚酯负荷下降的空间也较为有限。

图表 18: 长丝库存



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 19: POY 利润



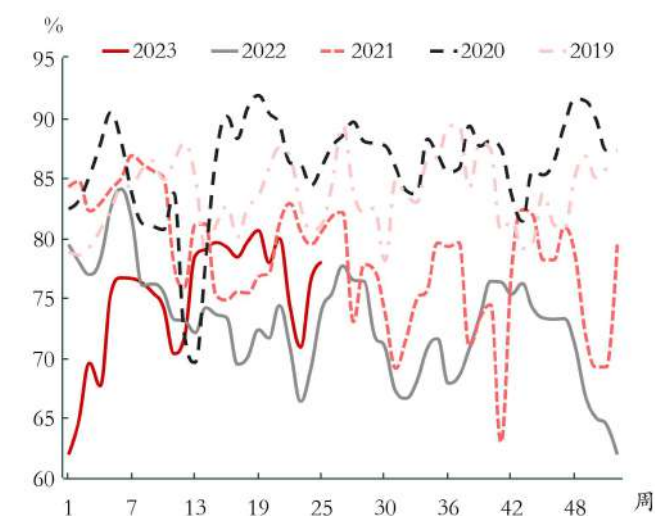
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

3、供给端：现有装置单套产能较大，供给弹性决定利润波动

单从产能角度来看，PTA 确实处于一个大扩能的周期当中，2023 至 2025 年年均新增装置产能都保持千万吨/年以上的级别。在这种产能扩张增速明显大于下游产能增速的产业中，理论上讲，PTA 全年确实处于一个累库的格局当中。但今年以来，我们实际看到的情况是 PTA 累库压力不及市场预期，甚至会出现阶段性去库的状态。主要原因来自多方面：

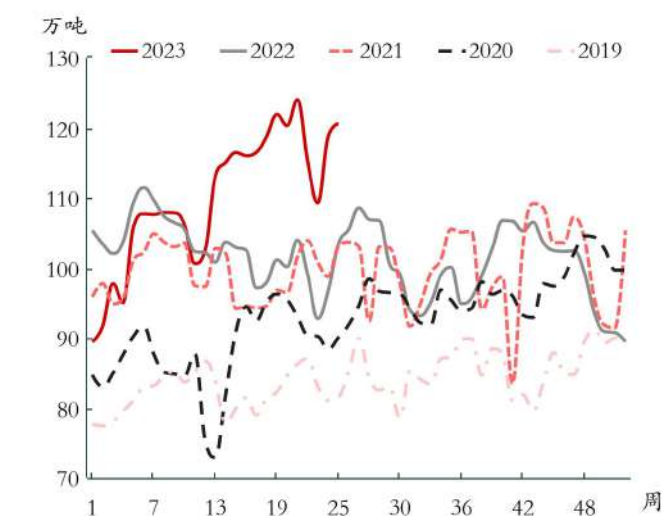
其一，尽管现存 PTA 产能高达 7650 万吨/年，但由于部分老旧装置已处于长停状态，PTA 实际产能利用率很难提升到 2020 年以前的九成高位，闲置产能依旧偏多。其二，PTA 上半年新增产能仅 500 万吨/年，投产进度慢于聚酯端，因此带来的新增供应压力尚且有限。其三，目前单套产能 220 万吨/年以上的 PTA 装置占总产能比重超过 90%，因此，单套大型装置变动对整体 PTA 开工率影响较大，计划外检修可能导致 PTA 阶段性供需偏紧。

图表 20：PTA 周度开工率



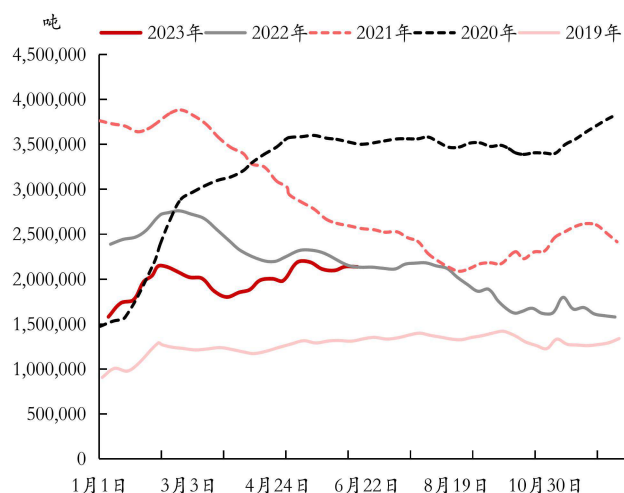
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 21：PTA 周度产量



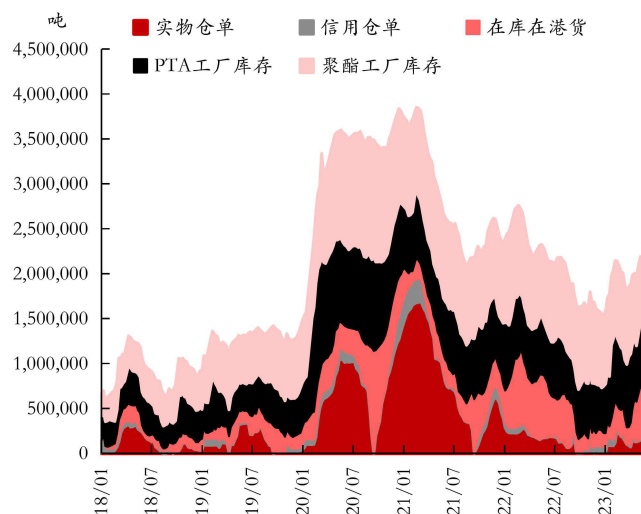
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 22: PTA 社会库存



资料来源：杭州忠朴，东证衍生品研究院

图表 23: PTA 社会库存分布



资料来源：杭州忠朴，东证衍生品研究院

展望下半年，PTA 供应弹性依旧较大。尽管下半年依旧有 650 万吨/年的新装置待投产，但除恒力惠州 250 万吨/年装置投产相对确定以外，其它装置具体投产时间尚不明朗。同时，根据现存装置运行状态统计来看，目前约 37% 的装置产能处于连续运行 9 个月以上的状态，且龙头企业的大型装置占比较大。虽然根据目前已公布的检修计划来看，后期 PTA 仍处于累库格局当中，但连续运行较长时间的装置也存在计划外检修的风险。在聚酯负荷保持韧性的预期下，PTA 供给端的弹性变化是扰动供需格局的关键因素。

图表 24: 2023 年 PTA 新投产装置统计 (单位: 万吨/年)

生产企业	地区	产能	投产时间
恒力惠州 1#	惠州	250	2023 年 4 月
嘉通石化	南通	250	2023 年 5 月
恒力惠州 2#	惠州	250	2023 年 H2
台化	宁波	150	2023 年 H2
逸盛海南	洋浦	250	2023 年 H2
2023 年合计		1150	

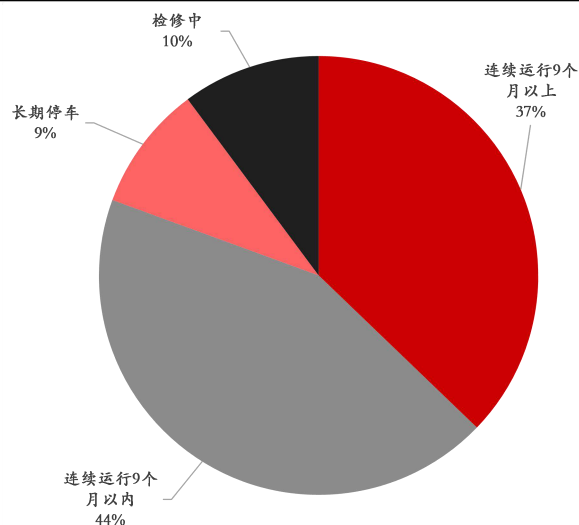
资料来源：隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 25: 中国 PTA 装置运行状态 (单位: 万吨/年)

地区	企业名称	产能	连续运行月数	地区	企业名称	产能	连续运行月数
江苏连云港	虹港石化1#	150	长期停车	新疆乌鲁木齐	中石油乌鲁木齐石化	7.5	长期停车
	虹港石化2#	250	3	江苏江阴	汉邦石化2#	220	长期停车
福建漳州	福化工贸(福海创)	450	10	大连	恒力1#	220	3
江苏南京	扬子石化3#	65	长期停车		恒力2#	220	6
江苏仪征市	仪征化纤1#	35	检修中		恒力3#	220	10
	仪征化纤2#	64	3		恒力4#	250	1
浙江宁波	台化兴业	120	检修中		恒力5#	250	11
浙江宁波	浙江利万聚酯	70	长期停车	重庆	蓬威	90	长期停车
浙江宁波	逸盛(宁波)1#	65	长期停车	江苏江阴	三房巷海伦1#	120	12
	逸盛(宁波)2#	200	5		三房巷海伦2#	120	检修中
	逸盛(宁波)3#	220	12	浙江嘉兴	嘉兴石化(桐昆)1#	150	10
辽宁大连	逸盛(大连)1#	225	4	四川南充	嘉兴石化(桐昆)2#	220	6
	逸盛(大连)2#	375	13		四川能投(原威达)	100	检修中
浙江宁波	逸盛新材料1#	360	5	浙江嘉兴	独山能源(新凤鸣)1#	250	15
浙江宁波	逸盛新材料2#	360	17		独山能源(新凤鸣)2#	250	1
海南洋浦	逸盛海南	200	12	新疆昆玉	中泰化学	120	检修中
上海市	亚东石化	75	检修中	福建晋江	福建百宏	250	11
上海市	上海金山石化	40	长期停车	山东东营	东营威联	250	0
广东珠海	英力士(原珠海BP)1#	110	6	江苏如东	嘉通能源1#	250	6
	英力士(原珠海BP)2#	125	2		嘉通能源2#	250	2
河南洛阳	中石化洛阳石化	32.5	检修中	广东惠州	恒力惠州	250	3
合计	7649						

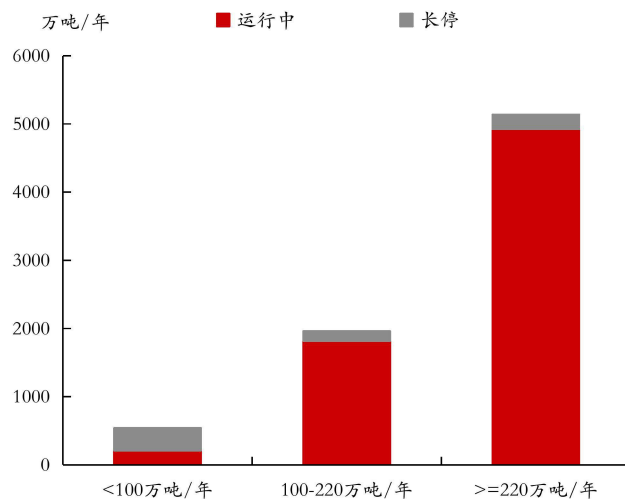
资料来源: 隆众资讯, 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 26: PTA 装置运行状态分布



资料来源: 隆众资讯, 卓创资讯, 东证衍生品研究院

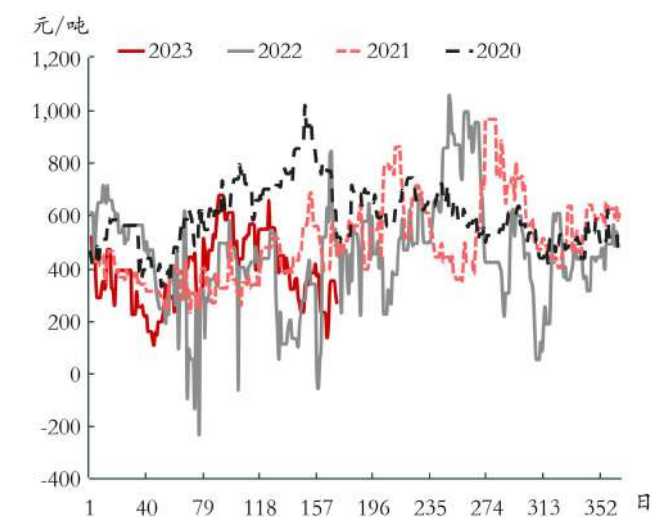
图表 27: PTA 装置大小分类



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

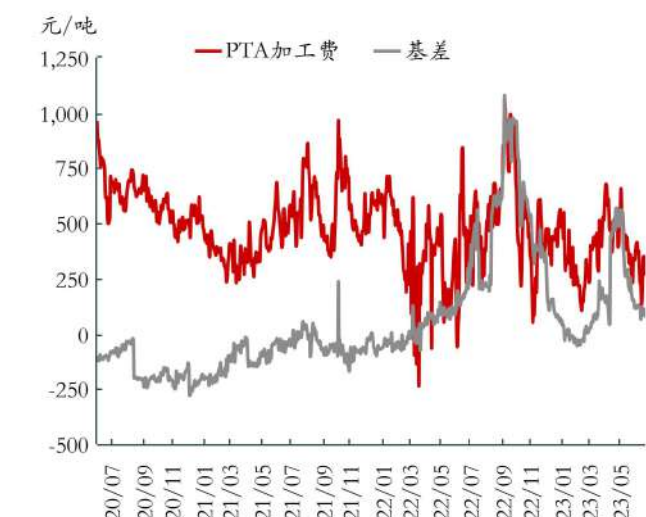
总之，扩能周期制约了 PTA 加工费的上方空间，而产业较高集中度又托底了加工费的下方空间，因此 PTA 今年加工费大部分时间都保持在 200-500 元/吨的区间波动，仅在供需矛盾较大的时候才出现短期阶段性偏离。预计下半年 PTA 加工费仍保持震荡态势，结合前文对供给端弹性的分析，参考往年金九银十下游消费旺季带动 PTA 利润走阔的季节性规律，一旦有装置出现计划外检修，PTA 加工费向上的弹性可能较上半年更大。另一方面，自去年底 PTA 进入累库周期，累库预期会阶段性压缩加工费，一旦加工费压缩至基差以下，意味着盘面加工费压缩过低，届时可能会有向上修复的动能。

图表 28: PTA 加工费



资料来源：Wind，隆众资讯，东证衍生品研究院

图表 29: PTA 加工费 VS 基差

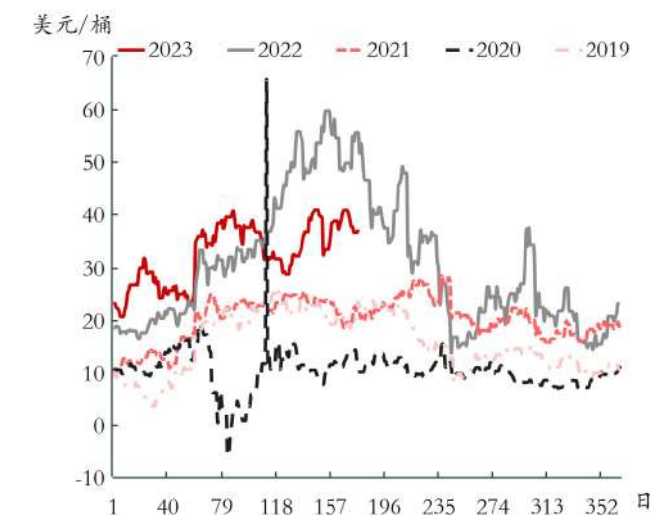


资料来源：Wind，隆众资讯，东证衍生品研究院

4、PX：进口依赖度下降，下游刚性需求支撑利润维持高位

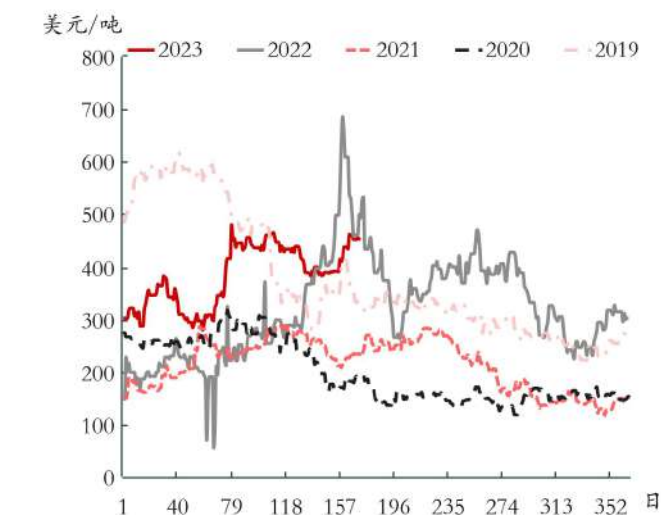
2023 年初，在预期的调油逻辑和 PX 装置检修季支撑下，PXN 提前走阔至 480 美元/吨。但由于汽油裂解价差低于去年同期，且今年一直有芳烃合约量运往美国，亚洲市场并未重演去年调油季 PX 严重紧缺的现象。同时，中国今年新增 770 万吨/年 PX 产能，随着国内 PX 新增装置负荷逐步提升，有效替代了部分进口需求，故而 PXN 未提升至去年同期高位。从进口量来看，2023 年 1-5 月 PX 进口量合计 380.32 万吨，累计同比减少 24.36%，进口依赖度降至 24%。

图表 30: 美国汽油裂解价差季节性分析



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

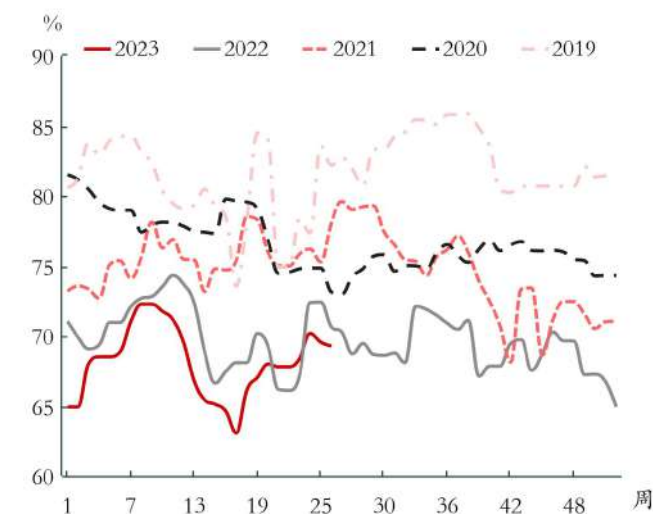
图表 31: PXN 季节性分析



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

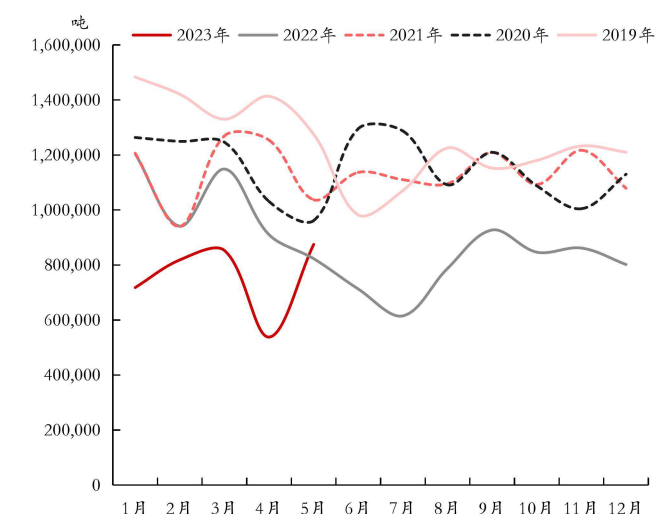
在调油逻辑并未重复演绎去年行情的情况下, PXN 依然保持一个超市场预期的高估值。除石脑油价格表现偏弱从而抬升 PXN 以外, PX 自身窗口报价表现也较为坚挺。而目前 PX 价格强势的原因不再由芳烃调油逻辑主导, 更主要的驱动在于聚酯及 PTA 实际产量的提升, 以及供应端 PX 装置开工率因部分装置检修而维持低位。根据前文分析, 今年聚酯端开工韧性较强, 因此短期内难以看到 PX 估值明显压缩。未来也需要检修损失的供应量回归以后才能有明显的向下驱动。但整体来看, 因需求的利好, 下半年 PXN 或难以压缩至去年 300 美元/吨以下的低位。

图表 32: 亚洲 PX 周度开工率



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 33: PX 月度进口量

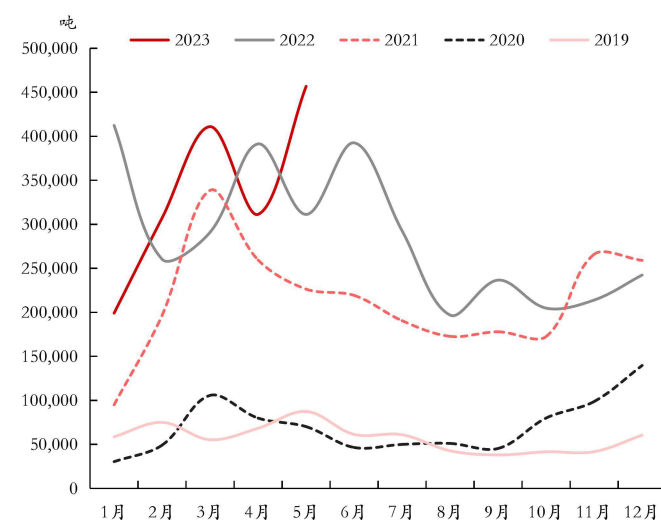


资料来源: 中国海关总署, 东证衍生品研究院

5、PTA 出口增速下降

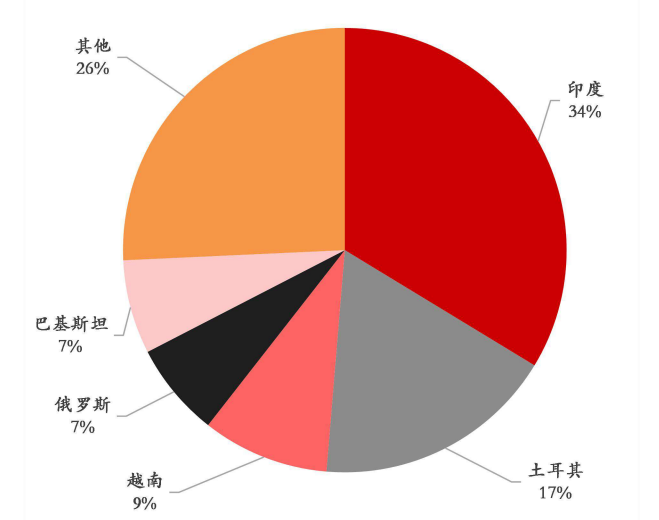
出口方面，我们保持年度报告中“外拓市场增速放缓，出口窗口短期难以消化过剩产能”的观点。2023 年 1-5 月 PTA 口量合计 168.56 万吨，累计同比增长 1.14%，增速较去年同期有所放缓。印度、土耳其等纺织服装出口大国的供需缺口与中国 PTA 新装置的成本优势给予了中国企业不断拓展海外市场的契机。但在海外需求走弱的背景下，原料采购也难以有大幅提升。目前 PTA 出口量占中国 PTA 实际产量 7.07%，占比较去年略有提升，但单靠出口窗口仍然难以消化 PTA 供应端过剩的新增产量。

图表 34：PTA 月度出口量



资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

图表 35：2023 年 1-5 月 PTA 出口国家分布



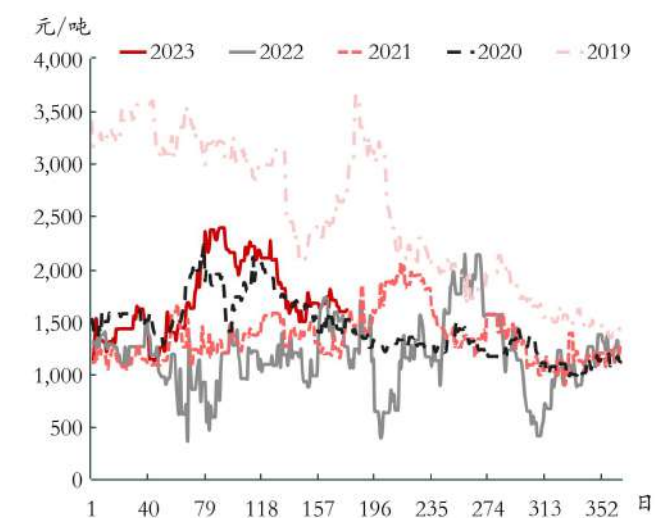
资料来源：中国海关总署，东证衍生品研究院

6、投资建议

由于 PTA 在一个大扩能周期中，当装置负荷较高的时候，阶段性累库的预期加强，加工费就面临压缩。但今年下游聚酯行业新产能投放进度及出口量增长速度也是超预期的，导致聚酯负荷保持较强韧性。在需求相对稳定的情况下，PTA 供应端的弹性是决定阶段性供需格局的关键。由于 PTA 目前新装置单套产能较大且龙头企业市场份额较高，一旦出现装置计划外检修导致阶段性供需偏紧，加工费向上修复的弹性也是比较大的。尽管目前利润主要集中在上游 PX 端，从 PXN 估值的角度看有一定压缩空间，但 PXN 明显压缩的前提一定是聚酯负荷下降带来驱动。

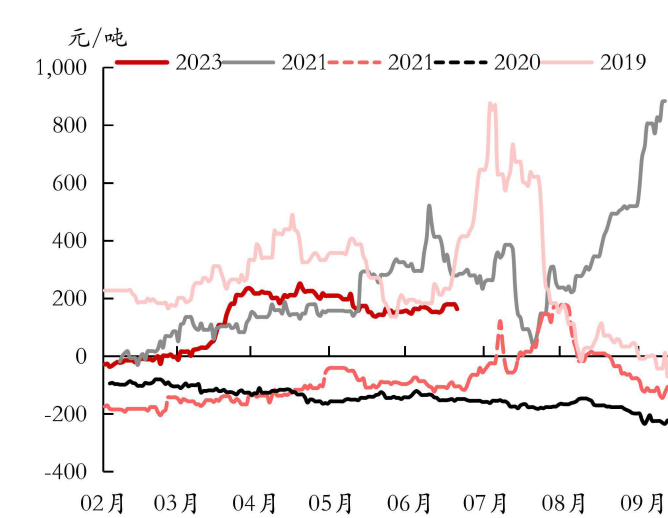
因此，总体来看，扩能周期和偏寡头垄断的产业格局使得 PTA 整体价格会保持在区间范围波动。估值角度看，若布伦特原油 65-90 美元/桶区间震荡，PXN350-450 美元/吨，PTA 加工费 200-500 元/吨，对应 PTA 估值区间 4850-6750 元/吨。下半年依然建议区间交易，基本面交易逻辑可能切换较快，进场位置的赔率较为重要。同时，鉴于 PTA 尚未检修的长时间运行装置较多，潜在的供给弹性较大，若 PTA 有计划外检修出现，可关注 9-1 月差正套的机会。

图表 36: PTA-Brent 价差



资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

图表 37: PTA9-1 月差



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

7、风险提示

原油价格大幅波动, PTA 或聚酯装置投产进度不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com